Globale Politische Ökonomie

Marcel Heires Andreas Nölke Hrsg.

# Politische Ökonomie der Finanzialisierung





## Globale Politische Ökonomie

#### Herausgegeben von

Prof. em. Ph.D. Brigitte Young, Universität Münster, Deutschland

Prof. Dr. Hans-Jürgen Bieling, Universität Tübingen, Deutschland

Prof. Dr. Oliver Kessler, Universität Erfurt, Deutschland

Prof. Dr. Andreas Nölke, Goethe-Universität Frankfurt am Main, Deutschland

Im Zuge der beschleunigten Globalisierung seit den 1970er Jahren ist ein neues interdisziplinäres Forschungs- und Diskussionsgebiet entstanden, das als Globale Politische Ökonomie (GPÖ) bezeichnet wird. Die GPÖ markiert ein Schnittfeld, auf dem sich eine Vielzahl sozialwissenschaftlicher Disziplinen - von der Politikund Wirtschaftswissenschaft, über die Soziologie und Geschichtswissenschaft bis hin zur Geographie und Rechtswissenschaft - begegnen und sich in der Analyse inter- und transnationaler politökonomischer Phänomene wechselseitig befruchten und inspirieren. In der jüngeren Vergangenheit haben sich mehrere, jeweils spezifisch zugeschnittene Analyseperspektiven herauskristallisiert, die ihre Aufmerksamkeit auf das Zusammenspiel von Produktion, Marktorganisation und politischer Regulierung unter Einschluss von politisch-soziologischen Machtverhältnissen, zivilgesellschaftlichen Kooperations- und Kommunikationsformen oder rechtlich-institutionellen Verfahren richten. Mit anderen Worten, die GPÖ befasst sich in der Analyse des globalen bzw. globalisierten Kapitalismus nicht zuletzt mit den vielfältigen materiellen und diskursiven Konflikten, die diesem eingeschrieben sind. Dies signalisiert, dass die Buchreihe bestrebt ist, ein breites Spektrum an Studien zu Wort kommen zu lassen, die unterschiedliche theoretische und methodische Zugänge abbilden. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit geht es unter anderem um folgende Schwerpunkte:

- Historische Entwicklungslinien spezifischer Gegenstandbereiche der Globalen Politischen Ökonomie;
- Kritik und/oder Weiterentwicklung etablierter politökonomischer Theoreme, Paradigmen oder Kapitalismus-Konzeptionen;
- Feministisch-ökonomische Ansätze der Interaktion von globalen, lokalen und regionalen Wirtschafts- bzw. Entwicklungsprozessen;
- Wandel globaler Kräfteverhältnisse, d.h. politökonomischer Machtbeziehungen und staatlicher Organisationsmuster;
- Internationale Arbeitsteilung und Entwicklung der Nord-Süd-Beziehungen;
- Genese und Funktionsweise internationaler oder globaler Institutionen und Regime (Produktion, Handel, Finanzmärkte, Sicherheit, Umwelt, Energieversorgung etc.) sowie hierauf bezogener transnationaler Netzwerke;
- Regionale Integrationsprozesse sowie diese prägende Institutionen, Akteure und Kräfteverhältnisse;
- Grenzüberschreitende politökonomische Krisen, vor allem Verschuldungs-, Finanz- oder Stagnationskrisen;
- Globalisierung und Globalisierungskritik unter Einschluss globalisierter Kulturbeziehungen.

Ein wesentliches Ziel der Buchreihe besteht darin, die vielfältigen Analyseperspektiven der GPÖ nicht nur darzustellen, sondern auch kommunikativ miteinander zu vernetzen. In diesem Sinne sind auch Vorschläge für interdisziplinär angelegte und kohärent strukturierte Sammelbände willkommen. Publikationsideen und Manuskripte nehmen die Herausgeberinnen entgegen.

Marcel Heires • Andreas Nölke (Hrsg.)

# Politische Ökonomie der Finanzialisierung



*Herausgeber* Marcel Heires Andreas Nölke

Institut für Politikwissenschaft Goethe-Universität Frankfurt am Main Frankfurt am Main, Deutschland

ISBN 978-3-658-03777-2 DOI 10.1007/978-3-658-03778-9 ISBN 978-3-658-03778-9 (eBook)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Springer VS

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2014

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Lektorat: Verena Metzger, Monika Mülhausen

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer VS ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media. www.springer-vs.de

## Inhalt

Abkürzungsverzeichnis	. 7
Vorwort  Christoph Deutschmann	11
Die Politische Ökonomie der Finanzialisierung. Einleitung	19
I. Ursprünge und Perspektiven der Finanzialisierung	
Entstehung und Krise des finanz-dominierten Akkumulationsregimes.  Eine postkeynesianische Perspektive auf Finanzialisierung  Engelbert Stockhammer	33
Vermarktlichung, Finanzialisierung und das Austeritätsparadigma der europäischen Krisenbewältigung. Eine polanyische Perspektive	49
Finanzialisierung, Neoliberalismus und der deutsche Ordoliberalismus in der EU-Krisenbewältigung	63
Politik der Finanzialisierung. Zum Wohlfahrtsbeitrag des Finanzsektors in Rechnungslegungsstandards und volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung Andreas Nölke	79
II. Finanzialisierung des Finanzsektors	
Finanzialisierung und die Performativität des Schattenbanksystems	97

6 Inhalt

Finanzialisierung und der Offshore-Hedge-Fonds-Nexus.  Die Rolle der USA und Großbritanniens	115
Finanzialisierung in der Finanzmarkt-Kommunikation deutscher Großbanken	131
Öffentliche Banken im Sog der Finanzialisierung	147
Mikrofinanz zwischen "finanzieller Inklusion" und Finanzialisierung	163
III.	
Die Expansion der Finanzialisierung	
Finanzialisierung und globale Peripherie	181
"The new enclosures". Zur Finanzialisierung von Land und Agrarwirtschaft … Stefan Ouma	197
Was bleibt von der Nachhaltigkeit nach ihrer Finanzialisierung?	211
Was heißt hier nachhaltig? Finanzialisierung als diskursive Konstruktion am Beispiel der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Banken	225
Finanzialisierung der Windenergienutzung in Deutschland? Entwicklungen im Spannungsfeld von Finanzsektor und Energiepolitik	241
Pensionsfonds-Kapitalismus und privatisierter Keynesianismus – Zur Finanzialisierung privater Haushalte	259
Autorinnen und Autoren	275

# Abkürzungsverzeichnis

AnIV	AG Aktiengesellschaft
BaFin	AIG American International Group
BDEW Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft BEE Bundesverband Erneuerbare Energie BIP Bruttoinlandsprodukt BIZ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BMAS Bundesministerium für Arbeit und Soziales BMZ Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung BNE Bildung für nachhaltige Entwicklung BRD Bundesrepublik Deutschland BSP Bruttosozialprodukt BWE Bundesverband WindEnergie CDO Collateralized Debt Obligation CDS Credit Default Swap CDU Christlich Demokratische Union CGAP Consultative Group to Assist the Poor CPIS Coordinated Portfolio Investment Survey CSU Christlich-Soziale Union DM Deutsche Mark DVFA Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management DZ-Bank Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank EZB Europäische Zentralbank EE Erneuerbare Energien EEG Erneuerbare Energien Gesetz EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	AnIV Anlageverordnung
BEE	BaFin Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIP	BDEW Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft
BIZ	BEE Bundesverband Erneuerbare Energie
BMAS	BIP Bruttoinlandsprodukt
BMZ	BIZ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
Entwicklung BNE	BMAS Bundesministerium für Arbeit und Soziales
BNE	BMZ Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und
BRD	Entwicklung
BSP	BNE Bildung für nachhaltige Entwicklung
BWE	BRD Bundesrepublik Deutschland
CDO	BSP Bruttosozialprodukt
CDS	BWE Bundesverband WindEnergie
CDU	CDO Collateralized Debt Obligation
CGAP Consultative Group to Assist the Poor CPIS Coordinated Portfolio Investment Survey CSU Christlich-Soziale Union DM Deutsche Mark DVFA Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management DZ-Bank Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank EZB Europäische Zentralbank EE Erneuerbare Energien EEG Erneuerbare Energien Gesetz EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	CDS Credit Default Swap
CPIS	CDU Christlich Demokratische Union
CSU Christlich-Soziale Union  DM Deutsche Mark  DVFA Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management  DZ-Bank Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank  EZB Europäische Zentralbank  EE Erneuerbare Energien  EEG Erneuerbare Energien Gesetz  EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	CGAP Consultative Group to Assist the Poor
DM	CPIS Coordinated Portfolio Investment Survey
DVFA Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management DZ-Bank Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank EZB Europäische Zentralbank EE Erneuerbare Energien EEG Erneuerbare Energien Gesetz EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	CSU Christlich-Soziale Union
DZ-Bank Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank  EZB Europäische Zentralbank  EE Erneuerbare Energien  EEG Erneuerbare Energien Gesetz  EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	DM Deutsche Mark
EZB Europäische Zentralbank EE Erneuerbare Energien EEG Erneuerbare Energien Gesetz EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	DVFA Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EE Erneuerbare Energien EEG Erneuerbare Energien Gesetz EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	DZ-Bank Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank
EEG Erneuerbare Energien Gesetz EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	EZB Europäische Zentralbank
EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies	EE Erneuerbare Energien
÷ , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,	EEG Erneuerbare Energien Gesetz
EFSF European Financial Stability Facility	EFFAS European Federation of Financial Analysts' Societies
÷ , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,	EFSF European Financial Stability Facility

ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
	Exchange Traded Funds
	Europäische Union
	Energieversorgungsunternehmen
	European Wind Energy Association
	Europäisches Währungssystem
	Frankfurter Allgemeine Zeitung
	Freie Demokratische Partei
FISIM	Financial Intermediation Services, Indirectly Measured
FSB	Financial Stability Board
	Financial Times
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
GPFI	Global Partnership for Financial Inclusion
GRI	Global Reporting Initiative
GSE	Government Sponsored Enterprise
HGB	Handelsgesetzbuch
HRE	Hypo Real Estate
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IIRC	International Integrated Reporting Council
ILO	International Labour Organization
INET	Institute New Economic Thinking
InvG	Investmentgesetze
IOSCO	International Organization of Securities Commission
IPP	Independent Power Producer
IPÖ	Internationale Politische Ökonomie
ISBC	Imputed Bank Service Charge
IWF	Internationaler Währungsfonds
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und Mittelständische Unternehmen
KPI	Key Performance Indicator
LBBW	Landesbank Baden-Württenberg
LBS	Locational Banking Statistics
MBS	Mortgage Backed Security
MFI	Mikrofinanzinstitut

MMMF	Money Market Mutual Fund
NRO	Nichtregierungsorganisation
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OFC	Offshore Financial Center
OMT	Outright Moneraty Transaction Programme
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries
OTC	Over-The-Counter
PR	Public Relations
REIT	Real-Estate-Investement-Trust
SD-KPI	Sustainable Development Key Performance Indicator
SD-M	Sustainable Development Management
SNA	System of National Accounts
SPV	Special Purpose Vehicle
SRI	Socially Responsible Investing
SRU	Sachverständigenrat für Umweltfragen
SWF	Sovereign Wealth Fund
TCI	The Children's Investment Fund
UN	United Nations
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
UNEP	United Nations Environmental Programm
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
VDI	Verein Deutscher Ingenieure
VKU	Verband kommunaler Unternehmen

#### Vorwort

Christoph Deutschmann

Finanzmarktblasen pflegen weite Teile der Gesellschaft in einen Zustand diffuser Euphorie zu versetzen, der die Fähigkeit der Akteure zu differenzierter Wahrnehmung der Wirklichkeit empfindlich beeinträchtigen kann. Von diesem Realitätsverlust sind nicht nur die unmittelbar beteiligten Anleger und Spekulanten, sondern auch Journalisten, Berater, Unternehmer und Politiker betroffen. Selbst die Wissenschaft kann sich, wie es scheint, dem von boomenden Börsen ausgehenden suggestiven Sog nur schwer entziehen. Wie Kindleberger und Aliber in ihrem historischen Überblick festgestellt haben, wissen die Beteiligten zwar, dass Kapitalmärkte krisenanfällig sind, und dass es Zusammenbrüche und Depressionen in der Vergangenheit immer wieder gegeben hat. Aber diesmal – so die allgemeine Überzeugung in der Phase des Aufpumpens einer Blase – sei alles anders: "The authorities recognise that something exceptional is happening in the economy and while they are mindful of other manias, 'this time is different', and they have extensive explanations for the difference" (Kindleberger und Aliber 200, S. 24).

Auch im Vorfeld der gegenwärtigen Finanzkrise hat sich dieses "this-time-isdifferent-Syndrom" zuverlässig wiederholt (Reinhart und Rogoff 2009). Es mangelte zwar nicht an Beobachtungen, die man bei nüchterner Betrachtung als Alarmzeichen hätte interpretieren müssen: die dramatisch angewachsene Verschuldung der privaten Haushalte in vielen Ländern (USA, Kanada, Großbritannien, Niederlande, Dänemark), die ausufernde öffentliche Verschuldung zahlreicher Länder, die manchmal, wie in den USA, mit einer stark negativen Handelsbilanz einherging, die immer geringere Absicherung der Bankgeschäfte durch Eigenkapital, die abenteuerliche Zunahme der Kredithebel und Schattenbankgeschäfte, das explosionsartige Wachstum der Finanzvermögen und Finanzmarktumsätze, die Verbreitung immer undurchsichtigerer "Finanzprodukte". Aber es mangelte auch nicht an wissenschaftlichen Erklärungen dafür, warum diese Entwicklungen diesmal als absolut unbedenklich einzustufen seien: Finanzielle Innovationen (Derivate, Kreditverbriefungen u.a.) erlaubten es, wie argumentiert wurde, Kreditrisiken besser zu verteilen und zu beherrschen. Dies wiederum führe zu einer höheren Effizienz der Kapitalmärkte mit positiven Effekten auf das wirtschaftliche Wachstum. Die USA

als Hauptschuldner seien aufgrund ihres innovativen Finanzsystems, ihrer liquiden Kapitalmärkte, der Weisheit ihrer Geldpolitik und ihrer politischen Führungsrolle problemlos in der Lage, beträchtliche Kapitalzuströme zu verkraften. Die Globalisierung der Kapitalmärkte schließlich eröffne den kapitalexportierenden Industrieund Schwellenländern den Zugang zu sicheren und rentablen Anlagemöglichkeiten (Reinhart und Rogoff 2009, S. 208f.).

Die führenden wirtschaftswissenschaftlichen Institute waren nicht nur unfähig, die Krise vorauszusehen. Aufgrund des marktgläubigen Paradigmas, das ihre Forschungen anleitete, waren sie auch nicht in der Lage, die bloße Möglichkeit einer Krise in Betracht zu ziehen. Die einflussreiche Theorie "effizienter" Finanzmärkte ging von der Annahme aus, dass in den empirischen Preisbewegungen an Wertpapiermärkten alle relevanten Informationen bereits berücksichtigt seien. Finanzmarktblasen konnte es unter dieser Prämisse nicht geben; der Urheber der Theorie, Eugene Fama, sagte deshalb noch im Jahr 2007, er wisse nicht, was unter einer Blase überhaupt zu verstehen sei (Paul 2012, S. 32). Finanzmärkte galten als eine Arena, in der die anspruchsvollen analytischen Voraussetzungen des neoklassischen Marktmodells - z.B. hohe Transparenz der Märkte, fehlende Transaktionskosten, klare Präferenzen der Akteure – in nahezu idealer Weise realisiert seien. Das neoklassische Kerntheorem eines emergenten, als Wohlfahrtsoptimum zu interpretierenden Gleichgewichts rationaler individueller Wahlhandlungen schien hier in der Wirklichkeit selbst angekommen zu sein, und wo dies noch nicht der Fall war, half man mit Empfehlungen zum Abbau störender gesetzlicher und politischer Regulierungen kräftig nach. Joseph Vogl (2010) hat daran erinnert, dass das neoklassische Gleichgewichtsmodell und das ihm zugrundeliegende Smith'sche Theorem der "unsichtbaren Hand" für den modernen Kapitalismus seit jeher die Funktion einer "Oikodizee", einer ökonomischen Rechtfertigungsideologie hatte. Schon die zirkuläre Struktur des Kernarguments - freie Märkte bewirken das wirtschaftliche Optimum und das wirtschaftliche Optimum wiederum ist das, was freie Märkte bewirken (wenn die Resultate offensichtlich nicht optimal sind, kann man immer argumentieren, dass die Märkte eben nicht frei genug seien) – lässt den Glaubenscharakter und den theologischen Hintergrund dieser Konzeption erahnen, auf den bereits Alexander Rüstow hingewiesen hatte. Mit dem in den 1990er Jahren einsetzenden Boom des Finanzmarkt-Kapitalismus schien diese Doktrin nun zur praktischen Realität geworden zu sein und eine historisch beispiellose Mobilisierungswirkung zu entfalten.

Es waren keineswegs nur Mainstream-Ökonomen, die sich von der Euphorie anstecken ließen. Auch führende Vertreter der französischen Regulationsschule schwärmten von einem neuen "dynamischen Akkumulationsregime der Vermögensbesitzer" (Aglietta 2000) und Boltanski und Chiapello (2003) diagnostizierten einen

Vorwort 13

"neuen Geist des Kapitalismus", der den Kapitalismus "revitalisiert" habe. Würde man versuchen, den Grad utopischer Euphorie auf einer Skala abzubilden, so gäbe es nicht nur in der Wirtschaftswissenschaft, sondern auch in der Soziologie eine Reihe von zeitgenössischen AutorInnen, die ein Spitzenranking auf dieser Skala verdienten. Ich kann es mir nicht verkneifen, einen von ihnen zu nennen, nämlich den aus der Bielefelder systemtheoretischen Schule stammenden Soziologen Helmut Willke mit seinem Modell einer "atopischen" Gesellschaft (Willke 2001). Geistig im Rückenwind des Hegel'schen Weltgeistes segelnd, sah Willke die Zeit gekommen, da der Markt, vor allem auch dank der Fortschritte der digitalen Informationstechnologien, sich von allen politischen und territorialen Beschränkungen befreit und in ein "atopisches" (ortloses) System verwandelt habe. Die Verknüpfung globaler Finanzmärkte mit modernen Kommunikationstechnologien habe eine globale Wissensgesellschaft entstehen lassen, die das Ideal des freien Marktes in nie dagewesener Reinheit realisiere. In dieser Gesellschaft sei die Utopie der Gleichheit aller Menschen verwirklicht: ihre Gleichheit nämlich vor den Regeln des Marktes.

Zur Ehrenrettung der Sozialwissenschaften muss gesagt werden, dass bei weitem nicht alle AutorInnen sich von dem finanzeuphorischen Zeitgeist mitreißen ließen. Es mangelte nicht an skeptischen Stimmen. Susan Strange hatte schon Mitte der 1980er Jahre gewarnt, die westlichen Industriestaaten hätten sich mit der Einführung flexibler Wechselkurse im Jahr 1973 selbst in eine Abhängigkeit von unkontrollierbaren Finanzmarktturbulenzen begeben. Sie machte auf das Missverhältnis zwischen der Hypertrophie der Finanzmärkte und sinkenden realen Wachstumsraten der Wirtschaft aufmerksam und sah die Weltwirtschaft auf dem Weg zu einem "Casino-Kapitalismus" (Strange 1986). Marxistische AutorInnen (Altvater, Mahnkopf, Huffschmid, Brenner, Guttman) wiesen auf die andauernde reale Verwertungskrise vor allem des amerikanischen Kapitalismus hin, die durch die finanzkapitalistische Expansion nur kaschiert werde. Der Postkeynesianer Hyman Minsky arbeitete die inhärente Instabilität von Finanzmärkten heraus und warnte vor dem Überhandnehmen spekulativer Herdentriebe. Andere, aus der Wirtschaftssoziologie und der Politischen Ökonomie kommende AutorInnen entwickelten Konzepte wie "Finanzmarkt-Kapitalismus" (Windolf) oder "Finanzialisierung" (Arrighi und Silver, Davis, Epstein, Froud, Krippner, Palley, Philipps, Williams) und brachten damit ebenfalls eine kritische Einschätzung der zunehmenden Dominanz der Finanzmärkte über die wirtschaftliche und gesellschaftliche Entwicklung zum Ausdruck. Sie warnten vor den "moral-hazard"-Problemen unregulierter Finanzmärkte, der Zunahme wirtschaftlicher Unsicherheit und sozialer Ungleichheit. Zwei Jahre vor dem Zusammenbruch von Lehmann Brothers wurde in aller Deutlichkeit herausgearbeitet, dass die scheinbar "robuste" amerikanische Konjunktur sich vor allem einer exzessiven Zunahme öffentlicher und privater Schulden verdankte (z. B. Philipps 2006). Auf der Linie dieser Forschungstradition bewegen sich auch die AutorInnen und Herausgeber des vorliegenden Bandes, der in den Jahren 2010 bis 2012 entstandene Arbeitsergebnisse eines von der Deutschen Forschungsgemeinschaft geförderten Nachwuchsnetzwerks "Politische Ökonomie der globalen Finanzialisierungsprozesse" zusammenfasst.

Die Arbeit des Nachwuchsnetzwerks fiel in eine Zeit, in der die im Jahr 2008 offen ausgebrochene internationale Finanzkrise dank staatlicher Interventionen und "Rettungspakete" – in Europa wie in den USA – zunächst stabilisiert schien. Die Stabilisierung war jedoch nur fiktiv, denn die Bankenkrise war nur in eine Staatsschuldenkrise transformiert worden. Die Fiskalkrise ist in den USA, Japan, Großbritannien und zahlreichen Ländern des Euro-Raumes unvermindert virulent und lässt sich vorerst nur durch den Dauereinsatz der elektronischen Notenpresse der Zentralbanken unter Kontrolle halten. Unter dem Druck der Ereignisse hat sich der frühere finanzeuphorische Zeitgeist in einen radikal finanzkritischen gewandelt. Kritik an der Gier und Unverantwortlichkeit von Bankvorständen und Fondsmanagern, an der Irrationalität und Undurchschaubarkeit von Finanzmärkten stößt heute auf breite Zustimmung, nicht nur in der Öffentlichkeit, sondern auch in der Wissenschaft; auch Forschungsgelder für unorthodoxe Studien sind eher zu bekommen. So leicht es heute erscheint, im Wind dieser kritischen Stimmungen zu segeln, so wenig ist es damit schon gelungen, die Forschung aus ihrer Abhängigkeit von den Finanzmarktkonjunkturen selbst zu befreien. Die konzeptuelle Voraussetzung dafür liegt offensichtlich in der Reflexion und Überwindung der Ideologie der "unsichtbaren Hand" und in der Auflösung positiver wie negativer Fixierungen auf sie. Es ist keine neue Erkenntnis, dass Märkte, speziell Finanzmärkte, in dramatischer Weise versagen können. Krisen und Finanzkrisen sind, wie Reinhart und Rogoff zuletzt wieder eindrucksvoll gezeigt haben, eine geradezu "normale" Erscheinung der kapitalistischen Entwicklung. Aber so wenig die "unsichtbare Hand" als kollektiver Heilsbringer hochstilisiert werden sollte, so wenig hilfreich erscheint es, sie pauschal als eine Irrationalität produzierende Instanz zu denunzieren. Finanzmärkte produzieren keineswegs immer Unvernunft; die unbezweifelbaren technischen und zivilisatorischen Erfolge des modernen Kapitalismus wären ohne Banken, Kapitalmärkte und ihre steuernden, mobilisierenden und zentralisierenden Funktionen nicht möglich gewesen. Unter spezifischen gesellschaftlichen und politischen Bedingungen können Kapital- und Finanzmärkte produktiv funktionieren, unter anderen wirken sie krisenverstärkend. So schwierig die Klärung dieser Bedingungen schon angesichts der Datenprobleme erscheint: Es bleibt nur der Weg geduldiger empirisch-historischer Analyse, in der Hoffnung, schrittweise zu tragfähigen Generalisierungen zu kommen.

Vorwort 15

Das ist der Weg, den die AutorInnen dieses Bandes beschritten haben. Sie nähern sich der Aufgabe von verschiedenen theoretisch-konzeptuellen Ausgangspunkten her: marxistische und postkeynesianische Ökonomie, Regulationstheorie, politikwissenschaftlich orientierte Internationale Politische Ökonomie, Wirtschaftssoziologie und Humangeographie. Mit dem Schlüsselbegriff der Finanzialisierung verbinden sie die These, dass es sich bei der gegenwärtigen Krise nicht nur um eine "gewöhnliche" Finanzmarktblase handelt, sondern um den Kulminationspunkt längerfristiger struktureller Entwicklungen des globalen Kapitalismus, die sich teilweise schon über Jahrzehnte hinweg aufgebaut haben und unterschiedliche soziale Handlungsebenen von der globalen und nationalen Politik bis hin zu privaten Haushalten und individuellen Anlegern betreffen. Bei der Rekonstruktion dieser Entwicklungen konzentrieren sich die einzelnen Beiträge auf je spezifische Ebenen; eher selten wird versucht, die Gesamtheit der Ebenen und ihre Wechselbeziehungen in den Blick zu nehmen. Daraus erklären sich die noch immer erkennbaren Schwierigkeiten der AutorInnen, zu einer konsistenten "Definition" von Finanzialisierung zu gelangen.

Der Fokus vieler Beiträge liegt auf der Ebene sektoraler Transformationen auf nationaler und transnationaler Ebene sowie, wie angesichts der politikwissenschaftlichen Grundorientierung des Netzwerkes zu erwarten, der politischen Regulierung bzw. Deregulierung. Die strukturellen Veränderungen auf dieser Ebene sind zweifellos am spektakulärsten und auch empirisch verhältnismäßig leicht zu erfassen: Das exzessive Wachstum des sog. FIRE (Finance, Insurance, Real Estate)-Sektors in den OECD-Ländern, die nicht weniger spektakuläre Zunahme der privaten Finanzvermögen wie der privaten und öffentlichen Schulden sind hier ebenso zu nennen wie die dramatische Steigerung der Aktienkapitalisierung der Wirtschaft, das Wachstum des Schattenbanksystems und der Hedgefonds. So gut begründet das Konzept der Finanzialisierung im Hinblick auf diese Trends erscheint, fehlt ihm bislang gleichwohl eine gewisse analytische Tiefenschärfe. Das hängt vor allem damit zusammen, dass die Zusammenhänge zwischen den Entwicklungen auf den Makro-, Meso- und Mikro-Ebenen bislang noch nicht befriedigend durchleuchtet worden sind. Die genannten Strukturveränderungen auf der Makro-Ebene stellen einerseits Randbedingungen für das Handeln kollektiver Akteure (transnationale Institutionen, Staaten, Banken, Nichtbankunternehmen) und individueller Akteure (Haushalte, Anleger) dar, sind aber ihrerseits bereits das Aggregatergebnis früherer kollektiver und individueller Handlungen. Was auf den höher aggregierten Ebenen geschieht, wird erst dann wirklich transparent, wenn es einerseits als Bedingung, andererseits als Folge der Praxis der jeweils "tieferen" Ebenen begriffen werden kann.

Auch zu einer solchen Vertiefung der Analyse haben die AutorInnen des vorliegenden Bandes beachtliche Beiträge geleistet. Aufgezeigt werden etwa die politi-

schen Prozesse, die zur Herausbildung der Schattenbanksysteme und der Offshore-Zentren geführt haben, die Zwänge wie die Verlockungen, denen sich die Vorstände der öffentlichen Landesbanken in Deutschland ausgesetzt sahen, die Bestrebungen des Finanzsektors, neue Anlagesphären wie Mikrokredite, die Agrarwirtschaft oder die Windenergie zu erschließen die zunehmende Abhängigkeit der Haushalte von den Finanzmärkten, in Verbindung freilich mit einer wachsenden Spekulationsneigung der Mittelschichten. Eingehend analysiert werden die, das Vordringen des Finanzsektors vermittelnden, Veränderungen von Bilanzierungsvorschriften und Kommunikationsritualen. Zweifellos bleibt jedoch auf diesem Wege noch viel zu tun. Die "Finanzialisierung" der staatlichen Fiskalpolitik beispielsweise bedarf noch einer wesentlich gründlicheren Durchleuchtung, ebenso wie der in diesem Band fast völlig fehlende Bereich der Corporate Governance (hierzu zuletzt jedoch Faust et al. 2011). Und wie ist es zu erklären, dass die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA, Großbritannien, Irland, in den Niederlanden und Dänemark massiv angestiegen ist, in Deutschland und Österreich dagegen kaum? Wieweit waren die Haushalte Getriebene der Finanzialisierung, wieweit Treiber? Die Reihe der offenen Fragen könnte noch lange fortgesetzt werden. Aber genau für die Formulierung dieser offenen Fragen leistet der Band gute Dienste. Wenn es das Ziel der Herausgeber war, Perspektiven der Finanzialisierungsforschung aufzuzeigen, dann ist dieses Versprechen überzeugend eingelöst worden. Das ist um so höher anzuerkennen, als die Beitragenden ihre Aufgabe gleichsam als "Nebentätigkeit" bewältigt haben: Nicht die Forschungsarbeit selbst wurde durch das Netzwerkprojekt finanziert, sondern nur eine Serie von Workshops und Konferenzen, auf denen die Arbeitsergebnisse vorgetragen und diskutiert wurden.

Etwas anders verhält es sich, wenn man unter "Finanzialisierung" nicht einen konzeptuellen Ansatz, sondern das mit ihm gemeinte historische Phänomen selbst versteht. Wieweit gibt der Band über die Zukunftsaussichten der Finanzialisierung als reale gesellschaftliche Formation Auskunft? Es fällt auf, wie sehr sich die einzelnen Beiträge zu dieser Frage und auch mit politischen Empfehlungen zurückhalten. Ihr Blick ist auf die Vergangenheit und Gegenwart, nicht aber auf die Zukunft des finanzialisierten Kapitalismus gerichtet. Dafür mag es gute wissenschaftliche Gründe geben: Solange die *Genese* des Finanzialisierungsphänomens noch nicht hinreichend erforscht erscheint, ist die Vorsicht gegenüber prognostischen Aussagen und strategischen Konzepten zweifellos verständlich. Für die Qualität der öffentlichen und politischen Diskussion über die Finanzkrise und die Regulierung der Finanzmärkte ist wissenschaftliche Expertise gleichwohl von großer Bedeutung. Es wäre fatal, wenn die politikwissenschaftliche und soziologische Finanzmarktforschung dieses Feld weiterhin dem hier noch immer dominanten neoklassischen Mainstream der

Vorwort 17

Wirtschaftswissenschaften überlassen würde. Ein wesentlicher Ertrag der sozialwissenschaftlichen Finanzialisierungsforschung läge gerade in der Chance, die Qualität politischer Entscheidungsprozesse durch gut fundierte alternative wissenschaftliche Deutungsangebote zu verbessern.

Man möchte auch den AutorInnen dieses Bandes mehr Mut zur Beteiligungan dieser Debatte wünschen. So schwer ist die Frage nach der Zukunft des finanzialisierten Kapitalismus ja auch gar nicht zu beantworten. Weit und breit ist ja kaum mehr jemand in Sicht, der ihm eine Zukunft außer seiner möglichst sozialverträglichen und politisch kontrollierten Abwicklung zubilligen möchte. Welche bizarren Wendungen das Geschehen an den Finanzmärkten unter den aktuellen Bedingungen monetärer Staatsfinanzierung nimmt, zeigt eine Meldung der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 04.01.2013, der zufolge die Anleger im Jahr 2012 die höchsten Gewinne ausgerechnet mit Anleihen von europäischen und lateinamerikanischen Krisenstaaten erzielen konnten; Spitzenreiter waren Venezuela (+300 Prozent), Portugal (+52 Prozent) und Griechenland (+40 Prozent). Die Finanzialisierungsforschung bedarf der Ergänzung durch eine "Entschuldungsforschung", die nach realistischen, aber zugleich effizienten Wegen zum Abbau der monströs aufgeblähten finanziellen Vermögensforderungen (und der komplementären Schulden) sucht und dabei die für die aktuelle Praxis charakteristische einseitige Orientierung an den Gläubigerinteressen vermeidet. Welche Möglichkeiten gibt es, Banken und vielleicht auch Staaten in die Insolvenz gehen zu lassen, ohne dass dies zu unerträglichen sozialen Härten und Verwerfungen führt? Wie erfolgversprechend ist der "sanfte" Weg einer allmählichen inflationären Abschmelzung der Finanzvermögen mittels der elektronischen Notenpresse der Zentralbanken, wie er ja überall bereits beschritten wird? Welche Nebenwirkungen und Kollateralschäden sind von einer solchen Politik zu erwarten? Unter welchen Bedingungen lässt sich ein politisch ausgehandelter Forderungsverzicht der Gläubiger erreichen und wie lässt sich vermeiden, dass die Verluste letztlich doch wieder durch den Steuerzahler getragen werden müssen? Wie sinnvoll sind steuerliche Eingriffe wie eine Finanztransaktionssteuer, eine Vermögenssteuer oder eine einmalige Vermögensabgabe? Gangbare Wege zu einer realen Entschuldung zu finden, ist jedenfalls nicht nur eine wissenschaftliche, sondern auch eine erstrangige politische Herausforderung, zu deren Bewältigung der Beitrag der Sozialwissenschaften dringend gefragt ist.

#### Literatur

Aglietta, M. 2000. Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand. Hamburg: VSA. Boltanski, L., und E. Chiapello. 2003. Der neue Geist des Kapitalismus. Konstanz: UVK.

Faust, M., R. Bahnmüller, und C. Fisecker. 2011. Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Mitbestimmung. Berlin: Edition Sigma.

Kindleberger, C. P., und R. Aliber. 2005. *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, , Hoboken: Wiley.

Paul, A. 2012. Die Gesellschaft des Geldes. Entwurf einer monetären Theorie der Moderne. Wiesbaden: VS Verlag. Phillips, K. 2006. American Theocracy. The Peril and Politics of Radical Religion, Oil, and borrowed Money in the 21th Century. New York: Penguin Books.

Reinhart, C. M., und K. S. Rogoff. 2009. *This Time is Different. Eight Centruries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.

Strange, S. 1986. Casino Capitalism. Oxford: Blackwell.

Vogl, J. 2010. Das Gespenst des Kapitals. Zürich: Diaphanes.

Willke, H. 2001. Atopia. Studien zur atopischen Gesellschaft. Frankfurt: Suhrkamp.

### Die Politische Ökonomie der Finanzialisierung. Einleitung

Marcel Heires/Andreas Nölke

#### 1. Einleitung

Die Finanz- und Wirtschaftskrise seit 2007 hat eine breite gesellschaftliche und akademische Debatte über die Rolle des Finanzsektors im gegenwärtigen Kapitalismus angestoßen. Damit ist zugleich der Bedarf nach theoretischen Konzepten gewachsen, um diese Rolle analysieren und bewerten zu können. Der Begriff der Finanzialisierung erscheint in diesem Kontext besonders gut geeignet, um den Bedeutungs- und Funktionswandel des Finanzsektors während der letzten Jahrzehnte auch jenseits spezialisierter Fragen der Finanzmarktregulierung zu reflektieren. Mit Finanzialisierung bezeichnen wir - in Anlehnung an Epstein (2005, S. 1) - die Prozesse, durch die sich während der letzten drei Jahrzehnte ein Bedeutungszuwachs von Finanzmärkten, Finanzmotiven, Finanzinstitutionen und Finanzeliten in der Funktionsweise der Ökonomie, sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene vollzogen hat. Der postulierte Bedeutungszuwachs lässt sich entlang mehrerer Dimensionen erfassen: geographisch, sektoral und funktional. Geographisch haben sich die mit Finanzialisierung verbundenen Prozesse ausgehend von den USA und Großbritannien auch in eher nicht-liberalen Volkswirtschaften wie Deutschland und Frankreich ausgebreitet (Beyer 2008) und schließlich auch die Peripherie der Weltwirtschaft erreicht. Sektoral hat Finanzialisierung das Verhältnis zwischen dem Finanzsektor und den produzierenden Sektoren der Ökonomie verschoben (Windolf 2005, Krippner 2005); und auch zu Veränderungen im Finanzsektor selber geführt, etwa in Form eines Bedeutungsverlusts des traditionellen Kreditgeschäfts zu Gunsten des Investmentbankings (Erturk und Solario 2007; Hardie und Howarth 2009). Funktional beschränkt sich Finanzialisierung inzwischen nicht mehr nur auf die Sphäre der ökonomischen Reproduktion, sondern hat über die Finanzialisierung von Sozialversicherungssystemen und Naturressourcen auch die Sphären der sozialen und ökologischen Reproduktion erfasst (Leyshon und Thrift 2007). Wir verstehen Finanzialisierung als den Kulminationspunkt einer längerfristig angelegten, strukturellen Transformation des Kapitalismus. Das heißt aber nicht, dass wir bereits den Endpunkt dieser Entwicklung erreicht haben. Die Auseinandersetzungen im Gefolge der jüngsten Finanzkrise zeigen, dass Finanzialisierung ein weiterhin andauernder, umkämpfter und daher unvollständiger Prozess mit offenem Ausgang bleibt (Erturk et al. 2008).

Reichweite und Komplexität dieser Transformation stellen besondere Herausforderungen an die Sozialwissenschaften: Wie kann diese Entwicklung erfasst und erklärt werden? Was sind ihre Ursachen? Und durch welche Mechanismen wird sie vorangetrieben und aufrecht erhalten? Die jüngste Finanzkrise verweist zudem auf die normative Dimension der Finanzialisierung. Wie sollen wir Finanzialisierung bewerten? Kann dieser Prozess anders gestaltet oder gar rückgängig gemacht werden? Wie könnten Alternativen dazu aussehen?

Seit Ende der 1990er-Jahre setzen sich unter dem Stichwort der Finanzialisierung WissenschaftlerInnen in unterschiedlichen Disziplinen mit diesen Fragen auseinander. Je nach disziplinärer Orientierung werden dabei unterschiedliche empirische und theoretische Schwerpunkte gesetzt. Soziologische Beiträge untersuchen beispielsweise Veränderungen in der Rationalität und den Begründungszusammenhängen wirtschaftlichen Handelns, die sich am deutlichstem am Aufstieg des Shareholder-Value-Prinzips und der zunehmenden Kapitalmarktorientierung der Unternehmensführung zeigt (Kädtler und Sperling 2008; Faust, Bahnmüller und Fisecker 2011; siehe ebenfalls Froud et al. 2000; Williams 2000; Lazonick und O'Sullivan 2000). In der heterodoxen Ökonomie werden die makroökonomischen Auswirkungen von Finanzialisierung auf gesamtwirtschaftliche Nachfrage, ökonomische Leistungsfähigkeit und Verteilung von Einkommen und Vermögen untersucht (Stockhammer 2004; Epstein und Jayadev 2005; van Treeck 2009). Im Fokus der Humangeographie steht die räumliche Dimension der Finanzialisierung (Leyshon und Thrift 2007; Pike und Pollard 2010; French et al. 2011), wie z. B. die Verschränkung globalisierter Finanzmärkte und lokaler Immobilienmärkte (Aalbers 2008; Dörry 2010). Politikwissenschaftliche Analysen beschäftigen sich schließlich mit den Entscheidungen und Institutionen, die den Prozess der Finanzialisierung ermöglicht und befördert haben, etwa durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Deregulierung des Finanzsektors (Helleiner 1994; Abdelal 2007) oder auch durch finanzmarktfreundliche globale Standards zur Rechnungslegung und Bilanzierung (Perry und Nölke 2006; Nölke und Perry 2007). Generell steckt die politikwissenschaftliche Forschung zur Finanzialisierung aber noch in ihren Anfängen – über die "Politik der Finanzialisierung" ist in der internationalen Debatte bisher noch wenig zu lesen.

Das Ziel des vorliegenden Bandes ist es daher, einen Überblick über den aktuellen Stand der wissenschaftlichen Diskussion zum Thema Finanzialisierung zu geben und polit-ökonomische Arbeiten aus unterschiedlichen Disziplinen zu sammeln, um einen möglichst umfassenden Blick auf dieses Phänomen zu bieten sowie den Austausch zwischen den beteiligten Disziplinen zu fördern. Zu diesem Zweck haben wir unsere AutorInnen gebeten, einen Einblick in ihre aktuelle Forschung zu geben. Zugleich laden wir zu einer grundlegenden Reflexion über die Ursprünge und Folgen dieses Phänomens ein. Organisiert ist die entsprechende Bestandsaufnahme in drei Abschnitte. Mit einer Diskussion von Ursprüngen und Perspektiven der Finanzialisierung im ersten Teil des Bandes soll der Rahmen für die Fallstudien in den beiden folgenden Teilen abgesteckt werden. Der zweite Teil beschäftigt sich dann mit den unterschiedlichen Sphären der Finanzialisierung; zunächst im Finanzsektor selbst und in den westlichen Industrieländern. Der dritte Teil bietet schließlich Einblicke in Finanzialisierungsprozesse in der Peripherie sowie in die Finanzialisierung von Gesellschaft und Umwelt. Ein Hinweis vorab: Wie Christoph Deutschmann in seinem Vorwort richtig bemerkt, fehlen in diesem Band die zentrale Bereiche der Finanzialisierung von Industrieunternehmen und ihrer Corporate Governance, die die ohnehin fragwürdige Gegenüberstellung von Realwirtschaft und Finanzwirtschaft zunehmend ad absurdum führt. Dass sie keinen Eingang in diesen Band gefunden haben, soll aber nicht bedeuten, dass sie an Relevanz verloren hätten – ganz im Gegenteil –, sondern spiegelt nur die sich in jüngster Zeit verbreiterte Forschungsagenda und die Forschungsinteressen der von uns angesprochenen AutorInnen wider sowie die bereits gute Erschließung dieser Thematik in der existierenden Literatur. Interessierte LeserInnen verweisen wir daher gerne auf die einschlägigen Arbeiten von Jürgens, Kädtler, Faust, Windolf und anderen (Lippert und Jürgens 2012; Kädtler und Sperling 2008; Faust, Bahnmüller und Fisecker 2011; Windolf 2005).

#### 2. Aufbau des Bandes und Zusammenfassung der Beiträge

Die Beiträge im ersten Teil des Bandes stellen zunächst die Frage nach den Ursprüngen der Finanzialisierung und ihrer Einordnung im Kontext der jüngsten Krise. Der Beitrag von Engelbert Stockhammer beschäftigt sich aus makroökonomischer Perspektive mit den Prozessen der Finanzialisierung. Er argumentiert, dass die globale Wirtschaftskrise von 2008/9 in erster Linie als Folge der Herausbildung eines finanzdominierten Akkumulationsregimes zu verstehen ist und sich solche Krisen wiederholen werden, wenn Finanzialisierung nicht durch politische Interventionen drastisch reduziert wird. Alexander Ebner interpretiert den Prozess der Finanzialisierung als Vermarktlichung im Sinne Polanyis und hebt ebenfalls die Bedeutung politischer Auseinandersetzungen und des Staates für eine mögliche (Wieder-)Einbettung von Finanzmärkten hervor. Im Vordergrund steht hier aktuell die Austeritätspolitik im Rahmen der Eurorettung. Die Kritik an dieser Politik steht auch in der Analyse von Brigitte Young im Vordergrund, die die Dominanz deutscher ordoli-

beraler Vorstellungen in den entsprechenden Programmen aufzeigt. Der Fokus ihrer ideengeschichtlichen Darstellung liegt auf den Unterschieden zwischen dem Ordoliberalismus und dem Neoliberalismus, wobei letzterer eng mit dem Prozess der Finanzialisierung verbunden ist. Während Ebner und Young sich insbesondere mit der Ebene der nationalen und europäischen Politik beschäftigen, konzentriert sich der Beitrag von *Andreas Nölke* auf trans- und internationale Institutionen, die den Prozess der Finanzialisierung durch ihre Arbeit legitimieren und damit diskursiv stützen. Er argumentiert, dass Reformen von Institutionen im Bereich der Rechnungslegung für Unternehmen sowie der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung dazu beigetragen haben, die gesellschaftliche Wahrnehmung des Wohlfahrtsbeitrags des Finanzsektors positiv zu beeinflussen.

Ein zweiter Block von Beiträgen beschäftigt sich mit der "Finanzialisierung des Finanzsektors". Der Beitrag von Oliver Kessler und Benjamin Wilhelm demonstriert, wie die Finanzialisierung den Finanzsektor selbst verändert hat, wobei in ihrem Beitrag die Herausbildung eines Schattenbanksystems aus Hedge-Fonds, Zweckgesellschaften und Geldmarktfonds im Vordergrund steht. Sie zeigen dabei, dass die bisherige Diskussion zur Regulierung dieses Sektors zu kurz greift. Jan Fichtner wählt mit Hedge-Fonds einen dieser Schattenbankakteure für eine systematischere Analyse und demonstriert an diesem Beispiel, dass wichtige Elemente der Entstehung von Finanzialisierung eng mit politischen Entscheidungen und Institutionen von nur zwei Staaten verbunden sind, nämlich Großbritannien und den USA. Finanzialisierung hat jedoch nicht nur dazu geführt, dass neue Akteure wie Hedge-Fonds auf den Finanzmärkten entstehen, sondern auch dazu, dass sich das Verhalten etablierter Akteure verändert, wie Jürgen Beyer und Markus Wolf am Beispiel der deutschen Großbanken demonstrieren, die sich von ihrer alten Rolle als Hausbanken der deutschen Industrieunternehmen zum Geschäftsmodell von Investmentbanken hin orientiert haben, abzulesen in diesem Fall an langfristigen sprachlichen Veränderungen in ihren Geschäftsberichten. Aber nicht nur die deutschen Großbanken wurden vom "Sog der Finanzialisierung" erfasst, sondern auch die öffentlichen Banken, wie von Christoph Scherrer gezeigt. Insbesondere die starke Beeinträchtigung einiger Landesbanken sowie der IKB Deutsche Industriebank AG durch die Finanzkrise hat diese Beobachtung verdeutlicht. Auch außerhalb der westlichen Industrieländer werden ursprünglich gemeinnützig orientierte Institutionen in den Prozess der Finanzialisierung einbezogen, wie zunächst der Beitrag von Philip Mader zur Mikrofinanz aufzeigt, auch hier mit nicht unproblematischen Folgen.

Der Beitrag von Mader hat bereits auf die expansive Logik der Finanzialisierung verwiesen, die dazu führt, dass zunehmend auch funktionale und räumliche Bereiche erfasst werden, die bisher wenig mit den Prozessen der Finanzialisierung im Finanz-

sektor bzw. in den westlichen Industrieländern zu tun hatten. Diese Beobachtung wird im dritten Teil des Bandes vertieft. Zunächst mit dem Beitrag von Joachim Becker, der die bereits von Mader angesprochene Finanzialisierung der Peripherie systematisch analysiert und auf Variationen der entsprechenden Akkumulationsstrategien in unterschiedlichen Regionen verweist. Eine besondere Form der Finanzialisierung in der Peripherie ist die Praxis der "neuen Landnahme", der Finanzialisierung von Agrarwirtschaft und Landnutzung, die von Stephan Ouma dokumentiert wird, der in diesem Zusammenhang auf die Notwendigkeit verweist, Finanzialisierung als räumlichen Prozess zu verstehen. Investitionen in Offshore-Landwirtschaft verweisen bereits darauf, dass sich Finanzialisierung zunehmend auch auf Naturressourcen ausdehnt, was potentiell Konflikte mit deren nachhaltiger Bewirtschaftung aufwirft. Zwei Beiträge des Bandes beschäftigen sich mit diesen Konflikten. Dabei demonstriert der Beitrag von Stefanie Hiß, wie die Reduzierung des komplexen Konzepts der Nachhaltigkeit auf wenige "Key Performance Indicators" dazu führt, dass moralische Argumente in Bezug auf Umweltverschmutzung delegitimiert werden und die ursprünglich damit beabsichtige Regulierung von Märkten eher zu deren Erweiterung führt. Marian Feist und Doris Fuchs analysieren die Nachhaltigkeitsberichterstattung der fünf größten deutschen Banken und zeigen dabei, dass die Finanzialisierung der Nachhaltigkeit zu einer inhaltlichen Schließung des Nachhaltigkeitsdiskurses führt. Die Finanzialisierung von Nachhaltigkeitsfragen umfasst aber nicht nur diskursive Prozesse, sondern greift auch ganz konkret in die Gestaltung einzelner Politikfelder ein, wie der Beitrag von Britta Klagge und Johanna Anz am Beispiel der Windenergie zeigt, und führt dort zu durchaus ambivalenten Konsequenzen. Von staatlich beförderter Finanzialisierung auf sektoraler Ebene am Beispiel der "Energiewende" gehen wir dann schließlich auf die Ebene der Haushalte und untersuchen die Finanzialisierung des Alltagslebens. In ihrem abschließenden Beitrag zeigen Daniel Mertens und Richard Meyer-Eppler, dabei dass die wachsenden Finanzanlagen einiger privater Haushalte und die zunehmende Verschuldung (anderer) privater Haushalte lediglich zwei Seiten derselben Medaille darstellen.

#### 3. Ergebnisse und Perspektiven für die weitere Forschung

Die Beiträge dieses Bandes dokumentieren zunächst die Finanzialisierung im Finanzsektor, etwa über das enorme Wachstum von Finanzanlagen und Verschuldung, oder über die Entstehung eines Schattenbankensystems (Kessler und Wilhelm, Fichtner). Dazu gehören aber auch die einschlägigen Veränderungen im Verhalten von großen Geschäftsbanken und öffentlichen Banken, die stark gestiegenen Profite des Finanzsektors, der Aufstieg des "Shareholder-Value" und den entsprechend kapitalmarkt-

orientierten Strategien von Unternehmen des Produktionssektors (Stockhammer). Allerdings identifizieren unsere Beiträge in Deutschland auch Ausnahmen vom Prozess der Finanzialisierung des Finanzsektors, wie bei den Sparkassen und einigen Landesbanken (Scherrer). Deutlich wird zudem, dass die (Finanz-)marktlogik der Finanzialisierung nicht nur den Finanzsektor verändert hat, sondern auch viele weitere ökonomische und gesellschaftliche – bisher nicht-marktlich koordinierte – Felder durchdrungen hat (Ebner). Finanzialisierung beschränkt sich also nicht nur auf das, was zuvor als "Finanzmarktkapitalismus" bezeichnet wurde (Windolf 2005; vgl. auch Beyer und Wolf), genauer: den Aufstieg von institutionellen Investoren in der Corporate Governance sowie die Auflösung von Hausbankbeziehungen und Unternehmensnetzwerken. Inzwischen erfasst Finanzialisierung auch die Entwicklungspolitik (Mader), Agrarwirtschaft und Landnutzung (Ouma), Nachhaltigkeit (Hiß, Feist und Fuchs), Energiewirtschaft (Klagge und Anz) sowie Alterssicherung und Immobilienerwerb (Mertens und Meyer-Eppler).

Weiterhin identifizieren die Beiträge des Bandes auch die Mechanismen und Transmissionsriemen der Finanzialisierung: Auf der Makro-Ebene (Stockhammer) stellt sich Finanzialisierung im Wesentlichen als das Ergebnis der Akkumulationskrise des Fordismus in den späten 1960er und frühen 1970er Jahren dar. Ausgehend von den USA oder Großbritannien – und dort daher auch besonders vertieft – (Fichtner), findet sich Finanzialisierung zunehmend auch in anderen Industrieländern und der Peripherie (Becker, Mader). Grob vereinfacht sieht die Kausalität zur Erklärung von Finanzialisierung auf der Makro-Ebene folgendermaßen aus: Gesunkene Profitmöglichkeiten werden durch eine Senkung der Lohneinkommen und eine geringere Belastung der Unternehmen durch Sozialausgaben kompensiert. Die Ausweichbewegung der Lohnabhängigen sieht einerseits eine Privatisierung der Altersversorgung vor, andererseits eine zunehmende Verschuldung, um den Lebensstandard zu halten; beides fördert die Finanzialisierung. Gleichzeitig wird der Anlagenotstand der Kapitalbesitzer durch Erschließung neuer Anlagemöglichkeiten gemindert, zumal Kapital in Krisenphasen nach hochgradig liquiden Anlageformen sucht (Becker). Finanzialisierung ist also eine räumlich-zeitlicher Fixierung einer Situation von Überakkumulation (Ouma), wobei diese Entwicklung nicht "naturwüchsig" entstanden ist, sondern vom Staat aktiv unterstützt wurde, etwa in Form des privatisierten Keynesianismus (Mertens/Meyer-Eppler).

Auf der Mikro-Ebene (Beyer/Wolf, Ebner, Feist/Fuchs, Hiß, Ouma) stellt sich Finanzialisierung als die Ausbreitung einer (finanz-)marktorientierten Handlungsrationalität dar, die einher geht mit einer standardisierten, objektivierten und entbetteten Betrachtungsweise, häufig basierend auf Kennzahlen und vorzugsweise mit einer rechtlichen Absicherung, die eine Bewertung nach Renditemaßstäben und eine

Risikoabwägung ermöglichen. Auf dieser Basis können dann zunehmend neue Bereiche von Gesellschaft und Umwelt den Finanzmärkten zugeführt werden, als Teile eines breiteren Vermarktlichungsprozesses (Ebner). Legitimiert werden diese Mechanismen durch eine Transformation gesellschaftlicher Normen (Becker), also der normativen Komponente der Finanzialisierung in Form eines positiven Narrativs (Feist/Fuchs, Hiß, Mader), bei dem die Utopie perfekter Märkte implizit im Hintergrund steht (Kessler/Wilhelm). Langfristig abgesichert wird diese Reorientierung schließlich durch Institutionen auf verschiedenen Ebenen (Hiß, Nölke). Umstritten ist dabei allerdings die Einschätzung der aktuellen Maßnahmen zur Eurorettung: Während die einen darin eine Gegenbewegung zur Finanzialisierung sehen (Young), argumentiert die anderen, dass diese Institutionen gerade dazu beitragen, die Finanzialisierung der Peripherie noch zu vertiefen (Ebner).

Etwas aus den Augen gerät bei der Vielzahl der Beiträge zu einzelnen Phänomenen und Ländern mitunter die globale Perspektive - sowohl geographisch als auch historisch. Das ist durchaus ironisch, da der Begriff der Finanzialisierung gerade im Rahmen einer Betrachtung eingeführt wurde, die solche großen geographischen und historischen Bezüge entwickelt, nämlich Arrighis "The Long Twentieth Century" (1994), dann die globale Perspektive aber weitgehend wieder aus dem Fokus der Finanzialisierungsdiskussion verschwand. Aufgegriffen wird Arrighis Ansatz nun in Beiträgen zur Finanzialisierung der Peripherie (Becker, Mader, Ouma), die darauf verweisen, dass in einer Krisenphase Kapital nicht nur nach liquiden Finanzanlagen sucht, sondern auch nach neuen Anlageregionen und -objekten, wie zum Beispiel Mikrokrediten oder Landressourcen im globalen Süden. Besonders interessant ist hier aber der Hinweis auf die gegenseitige Komplementarität von Ländern mit hohen Außenhandelsüberschüssen, die Kapital an den Finanzmärkten anlegen, wie China, Deutschland oder die OPEC-Staaten einerseits und Ländern mit stark schuldenbasierten Wachstumsmodellen wie den USA oder die europäische Peripherie andererseits, die dieses Kapital wiederum aufnehmen (Becker, Stockhammer). Beide Seiten fördern diese Konstellation explizit durch staatliche Maßnahmen: Deutschland etwa durch eine Austeritätspolitik zur Sicherung der Rückzahlung von Auslandsanlagen (Young), die USA durch die Protektion von Offshore-Finanzzentren (Fichtner). Eine einfache Interpretation von Finanzialisierung als ein anglo-amerikanisches Phänomen ist insofern nicht sinnvoll, auch wenn die genauen räumlichen Dimensionen der entsprechenden Expansionsprozesse (und ihrer Ausnahmen) bisher noch nicht umfassend analysiert wurden. Sowohl auf der globalen Makroebene als auch auf der Mikroebene einzelner Haushalte ist die Komplementarität zwischen Anlegern und Schuldnern, die aus postkeynesianischer Perspektive als temporäre Lösung eines strukturellen Nachfragemangels dient (Stockhammer), jedenfalls langfristig kaum haltbar. Das diese Konstellation stützende politisch-institutionelle Regime ist bisher nur ansatzweise erforscht – ebenso wie die Frage, warum es bisher kaum ernsthafte Versuche zum koordinierten Abbau dieser Ungleichgewichte gibt.

Generell relativ wenig erforscht ist ohnehin noch die Politik der Finanzialisierung. Deutlich wird in vielen Beiträgen, dass Finanzialisierung eine Folge politischer (staatlicher) Weichenstellungen ist, ursprünglich insbesondere seitens der USA und Großbritanniens (Fichtner), auch wenn umstritten ist, ob diese Entscheidungen wieder revidierbar sind und wie etwa die aktuelle Eurorettung in diesem Zusammenhang einzuordnen ist (Ebner versus Young). Über die finanzialisierungsfördernde Wirkung einiger staatlicher Entscheidungen besteht jedenfalls ein breiter Konsens. Im Vordergrund stehen dabei Maßnahmen wie die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, der Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen, die Deregulierung von Bankgeschäften und die Aufhebung von Zinsobergrenzen (Stockhammer), die Tolerierung von Offshore-Märkten (Fichtner) und die Abschottung der Finanzialisierung gegen gesellschaftlichen Druck durch Schaffung unabhängiger Zentralbanken und Aufsichtsinstitutionen sowie durch direkte Intervention des IWF (Becker). Daneben wurde der Prozess der Finanzialisierung jedoch auch durch weniger offensichtlich in diesem Zusammenhang stehende Institutionen unterstützt. Dazu gehören zum Beispiel die Privatisierung von "Government Sponsored Entities" wie Fanni Mae und Freddie Mac in den USA (Kessler und Wilhelm), Reformen der Alterssicherung (Mertens/Meyer-Eppler), die Subventionierung von Mikrofinanz durch Entwicklungsinstitutionen (Mader) sowie die Legitimierung des Finanzsektors durch seine privilegierte Behandlung durch Standards der Rechnungslegung für börsennotierte Unternehmen und der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (Nölke). Schließlich haben beim Aufstieg von Finanzialisierung auch "unintended consequences" eine große Rolle gespielt, wie bereits von Krippner (2011) für die USA dargestellt – in Deutschland etwa durch die Abschaffung der Gewährsträgerhaftung für öffentliche Banken (Scherrer) oder auch das Erneuerbare-Energien-Gesetz (Klagge/Anz). Das Zusammenspiel dieser Faktoren ist bisher allerdings noch nicht systematisch erschlossen worden und stellt einen wichtigen Aspekt zukünftiger Forschung dar, auch wenn vermutet werden kann, dass eine Beschäftigung mit der Politik der Finanzialisierung keine vollständige Erklärung der entsprechenden Prozesse liefert, da die wesentlichen politischen Weichenstellungen ja vor dem Hintergrund des strukturellen Niedergangs des Fordismus stattfanden und ohne diesen nicht verständlich wären (Becker, Stockhammer).

Auffällig ist weiterhin die eher kritische normative Bewertung von Finanzialisierung, die sich durch fast alle Beiträge zieht – vielleicht mit Ausnahme von Klagge und Anz, die darauf verweisen, dass die Finanzialisierung des Windenergiesektors

einen Beitrag zu einer raschen Energiewende liefern kann, wenn auch zum Preis einer Zentralisierung dieses Sektors. Ansonsten dominiert die Kritik an der Finanzialisierung, etwa in Bezug auf die Nichteinlösung von Wachstumsversprechen – v. a. wenn man die Folgen von (notwendigerweise zunehmenden) Finanzkrisen einbezieht und nicht nur die Phase des auf Verschuldung basierenden Booms (Stockhammer) sowie die Kosten der Rettungspakete (Scherrer) betrachtet. Noch deutlicher werden die uneingelösten Versprechen der Finanzialisierung angesichts der Tatsache, dass die gängige Berechnung des Wohlfahrtsbeitrags des Finanzsektors auf sehr "finanzfreundlichen" Standards beruht (Nölke). Besonders gravierend sind die sozialen Kosten der Finanzialisierung, etwa durch Personalabbau und Lohndruck, stark wachsende ökonomische Ungleichheit (nicht nur eine Grundlage für Finanzialisierung, sondern auch deren Folge) und die Verwerfungen durch den Zusammenbruch von Baubooms und anderen Blasen (Becker, Stockhammer) sowie generell die Risikoverschiebung zu Ungunsten der privaten Haushalte, etwa durch die erhöhte Volatilität der Alterssicherung und einer kreditbasierten Sozialpolitik (Mertens und Meyer-Eppler). Besonders hart getroffen durch die negativen Konsequenzen der Finanzialisierung werden regelmäßig die Semi-Peripherie und Peripherie (Becker, Mader, Ouma). Noch nicht wirklich absehbar sind schließlich die Folgen der derzeit zunehmend stattfindenden Finanzialisierung von Naturressourcen für deren nachhaltige Bewirtschaftung, aber auch hier sind die Beiträge des Bandes tendenziell eher pessimistisch (Feist und Fuchs, Hiß).

Eine umfassende normative Evaluation von Finanzialisierungsprozessen steht noch aus. Gleiches gilt umso mehr – eine negative Bewertung vorausgesetzt – für konkrete Maßnahmen zur Definanzialisierung. Deutlich ist jedenfalls die Skepsis in vielen Beiträgen gegenüber den bisher eingeschlagenen technokratischen Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors (Ebner, Kessler/Wilhelm, Stockhammer), auch wenn vereinzelt in der ordoliberal angetriebenen Euro-Rettung eine Abkehr von der Finanzialisierung gesehen wird (Young). Notwendig ist daher eher eine generelle Auseinandersetzung über die Rolle des Finanzsektors in unseren Ökonomien und Gesellschaften (Nölke). Aktuell lässt sich allerdings zumindest in der Peripherie eher weiterhin eine Tendenz in Richtung einer vertieften Finanzialisierung konstatieren (Mader, Ouma). Gleiches gilt für die Finanzialisierung von Naturressourcen (Hiß, Ouma). Fraglich ist schließlich allerdings auch, ob grundlegende politische Maßnahmen zur Reduktion von Finanzialisierung überhaupt in absehbarer Zeit möglich sind, etwa wegen des zu erwartenden Widerstands der USA und Großbritanniens (Fichtner).

Der vorliegende Band ist ein Produkt des DFG-Nachwuchsnetzwerks "Politische Ökonomie der globalen Finanzialisierungsprozesse" (http://www.finanzialisierung.

de). Unser Dank gilt Oliver Kessler, dem Organisator des Nachwuchsnetzwerks sowie der Deutschen Forschungsgemeinschaft für ihre großzügige Unterstützung. Für diese multidisziplinär orientierte Publikation wurden zusätzlich gezielt Beiträge aus der Humangeographie, der heterodoxen Ökonomie und der Wirtschaftssoziologie eingewoben. Parallel dazu veröffentlicht das Nachwuchsnetzwerk monodisziplinär ein special issue zu den "Politics of Financialization" in der Zeitschrift "Competition & Change". Die meisten Beiträge dieser beiden Publikationen wurden in früheren Fassungen bei Workshops in Marburg, Münster und Tübingen präsentiert, unser Dank gebührt auch den lokalen OrganisatorInnen dieser Workshops. Last but not least danken wir Johannes Petry für seine Hilfe bei der Erstellung des Manuskripts.

#### Literatur

- Aalbers, M. B. 2008. The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. Competition and Change 12 (2): 148-166.
- Abdelal, R. 2007. Capital Rules. The Construction of Global Finance. Cambridge: Harvard University Press. Arrighi, G. 1994. The Long Twentieth Century. London: Verso.
- BBeyer, J. 2009. Varietät verspielt? Zur Nivellierung der nationalen Differenzen des Kapitalismus durch globale Finanzmärkte. In Wirtschaftssoziologie. Sonderheft 49 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, 305-325. hrsg. J. Beckert, und C. Deutschmann.
- Boyer, R. 2000. Is a Finance-led Growth Regime a viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and Society* 29 (1): 111-145.
- Epstein, G. A. 2005. Financialization and the World Economy. Cheltenham: Edward Elgar.
- Epstein, G. A., und A. Jayadev. 2005. The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity. In *Financialization and the World Economy*, hrsg. G. A. Epstein. Cheltenham: Edward Elgar.
- Deutschmann, C. 2005. Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise. In Finanzmarkt-Kapitalismus. Sonderheft 45 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, 58-83, hrsg. P. Windolf.
- Deutschmann, C. 2008. Die Finanzmärkte und die Mittelschichten: Der kollektive Buddenbrooks-Effekt. Leviathan 36 (4): 501-517.
- Dörry, S. 2010: Europäische Finanzzentren im Sog der Finanzialisierung. Büromärkte und Stadtpolitik in Frankfurt, London und Paris. *Informationen zur Raumentwicklung* 5/6: 351-364.
- Erturk, I., J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2008. Financialization at Work: Key Texts and Commentary. London: Routledge.
- Erturk, I., und S. Solari. 2007. Banks as Continuous Reinvention. New Political Economy 12 (3): 369-388.
- Faust, M., R. Bahnmüller, und C. Fisecker. 2011. Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Mitbestimmung. Berlin: Edition Sigma.
- French, S., A. Leyshon, und T. Wainwright. 2011. Financializing Space, Spacing Financialization. *Progress in Human Geography* 35 (6): 798-819.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal, und K. Williams. 2000. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. *Economy and Society* 29 (1): 80-110.

- Helleiner, E. 1994. States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s. Ithaca: Cornell University Press.
- Kädtler, J., und H.-J. Sperling. 2008. Logics of Bargaining in the German Automotive Industry. In *Finan-cialization at Work: Key Texts and Commentary*, hrsg. I. Erturk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams, 330-342. London: Routledge.
- Krippner, G. 2005: The Financialization of the American Economy. Socio-Economic Review 3 (2): 173-208.
- Krippner, G. 2011. Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge MA: Harvard University Press.
- Leyshon, A., und N. Thrift. 2007. The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism. *Theory Culture Society* 24 (97): 97-115.
- Lazonick, W., und M. O'Sullivan. 2000. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. Economy and Society 29 (1): 13-35.
- Lippert, I., und U. Jürgens. 2012. Corporate Governance und Arbeitnehmerbeteiligung in den Spielarten des Kapitalismus: Pfade der Unternehmensentwicklung in der Automobilzulieferindustrie in Deutschland, Schweden und den USA. Berlin: Edition Sigma.
- Nölke, A., und J. Perry. 2007. The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB. *Business and Politics* 9 (3): 1-25.
- Perry, J., und Nölke, A. 2006. The Political Economy of International Accounting Standards. *Review of International Political Economy* 13 (4): 559-586.
- Pike, A., und J. Pollard. 2010. Economic Geographies of Financialization. Economic Geography 86 (1): 29-51.
  Stockhammer, E. 2004. Financialisation and the Slowdown of Accumulation. Cambridge Journal of Economics 28 (5): 719-741.
- van Treeck, T. 2009. The Political Economy Debate on Financialisation A Macroeconomic Perspective. *Review of International Political Economy* 16 (5): 907-944.
- Williams, K. 2000. From Shareholder Value to Present-Day Capitalism. Economy and Society 29 (1): 1-12.
- Windolf, P. (Hrsg.) 2005. Finanzmarktkapitalismus. Sonderheft 45 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie. Wiesbaden: VS Verlag.

### I.

# Ursprünge und Perspektiven der Finanzialisierung

# Entstehung und Krise des finanz-dominierten Akkumulationsregimes.

#### Eine postkeynesianische Perspektive auf Finanzialisierung

Engelbert Stockhammer

#### 1. Einleitung<sup>1</sup>

In diesem Kapitel werde ich das Konzept der Finanzialisierung aus der Sicht der heterodoxen Ökonomie diskutieren. Im Abschnitt 2 beleuchte ich zunächst Veränderungen im Verhalten der Haushalte, insbesondere im Bezug auf ihre Verschuldung; Veränderungen im Verhalten von nicht-finanziellen Unternehmen, wie Shareholder-Value-Orientierung und die Zunahme finanzieller Aktivitäten; und Veränderungen im Finanzsektor selbst, insbesondere die Entstehung des (kaum regulierten) Schatten-Bankensektors (vgl. Kessler und Wilhelm in diesem Band), die Verschiebung des Kreditgeschäfts in Richtung der Haushalte (statt Unternehmen) und die Verlagerung hin zum Investmentbanking an Stelle des traditionellen Bankengeschäfts. Abschnitt 3 behandelt die internationale Dimension der Finanzialisierung. Hier diskutiere ich die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Bestimmung der Wechselkurse durch Kapitalströme (anstatt durch Handelsströme) sowie die Deregulierung des Finanzsektors. Abschnitt 4 bietet eine Interpretation des zu Grunde liegenden finanz-dominierten Akkumulationsregimes (basierend auf Stockhammer 2010), nach der zwei unterschiedliche Wachstumsmodelle entstanden sind: ein finanzgetriebenes Wachstumsmodell (basierend auf kreditfinanziertem Konsum, meist in den angelsächsischen Ländern) und ein exportorientiertes Wachstumsmodell (in Deutschland, Japan, und China). Beide Wachstumsmodelle leiden unter einem strukturellen Nachfragemangel, der auf unterschiedliche Weise (temporär) überwunden wird: entweder durch steigende Haushaltsverschuldung oder durch Exportüberschüsse. Abschließend argumentiere ich, dass Finanzialisierung in ihren nationalen und internationalen Dimensionen eine Polarisierung der Einkommensverteilung befördert, die zu jenen strukturellen Ungleichgewichten geführt hat, die sich in der Krise 2007-09 entladen haben. Die wachsende Ungleichverteilung der Einkommen führte zu stag-

<sup>1</sup> Dieses Kapitel basiert auf Stockhammer (2010).

nierender Nachfrage, da untere Einkommensgruppen eine höhere Konsumneigung haben. Das finanzgetriebene und das exportorientierte Wachstumsmodell sind beides Strategien, um auf diesen Nachfragemangel zu reagieren. Während das finanzgetriebene Modell direkt auf der Finanzialisierung beruht, ist auch das exportierte Modell erst mit der finanziellen Globalisierung möglich geworden, da diese die Finanzierung anhaltender Außenhandelsungleichgeweichte erlaubte. Beide Modelle führen zu wachsenden Ungleichgewichten, die die Stabilität des Systems untergraben.

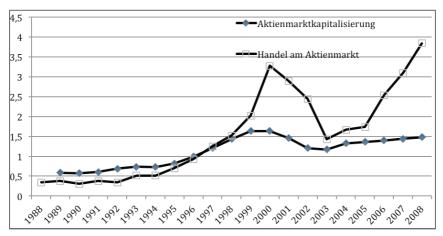
#### 2. Finanzialisierung

Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt eine Vielzahl unterschiedlicher Phänomene in der Veränderung des Verhältnisses von Finanz- und Realsektor: die Deregulierung des Finanzsektors und die Entwicklung neuer Finanzinstrumente; die Liberalisierung der internationalen Kapitalströme und die zunehmende Instabilität der Wechselkurse; die Entstehung von institutionellen Investoren als neue, mächtige Akteure; Shareholder-Value-Orientierung und Veränderungen in der Corporate Governance von Unternehmen; verbesserter Zugang zu Krediten für soziale Gruppen, die einst als "underbanked" bezeichnet worden sind; und das im Vergleich zur Nachkriegszeit hohe Niveau der Realzinsen (vgl. Ertürk et al. 2008 für eine Sammlung zentraler Arbeiten). Dieses Kapital ist aus der Perspektive der heterodoxen Ökonomie² verfasst und versucht mithilfe des regulationstheoretischen Begriffs des Akkumulationsregimes die makroökonomische Bedeutung dieser Veränderungen zu erfassen. Andere AutorInnen betrachten Finanzialisierung als einen Teil von breiteren gesellschaftlichen Veränderungen durch den Neoliberalismus (vgl. den Beitrag von Young in diesem Band).

Die Finanzialisierungs-Debatte wird von dem Eindruck gespeist, dass finanzielle Entwicklungen und Aktivitäten zunehmend die reale Entwicklung dominieren. Zwar ist es schwierig, diese "finanziellen Entwicklungen und Aktivitäten" analytisch präzise zu umfassen, aber verschiedene Indikatoren belegen, dass finanzielle Aktivitäten schneller als "reale" Aktivitäten gewachsen sind. Abbildungen 1 bis 3 illustrieren dies für drei häufig verwendete Maßzahlen für die USA. Abbildung 1 zeigt die Aktienmarktkapitalisierung und den *stock market turnover*, d. h. den Handel mit Aktien. Die Börsenkapitalisierung, d. h. der Wert der an den US-amerikanischen Börsen gelisteten Firmen, stieg von 58 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Jahre 1988 auf 163 Prozent im Jahre 1999 (und blieb auf ähnlichem Niveau danach). Seit 1997 überstieg die Börsenkapitalisierung den Wert des BIP. Der Handel mit Aktien,

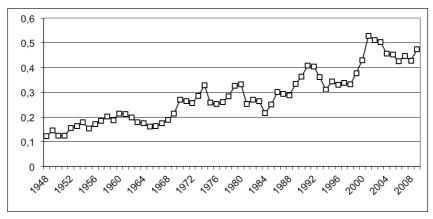
<sup>2</sup> Der Begriff der heterodoxen Ökonomie und der Politischen Ökonomie werden hier synonym verwendet. Als Übersicht zur heterodoxen Ökonomie siehe Becker et al (2009).

Abbildung 1: Aktienmarktkapitalisierung und -transaktionsvolumina (im Verhältnis zum BIP), USA



Quelle: Worldbank Financial Structure data set (Beck, Demirgüç-Kunt and Levine 2010).

Abbildung 2: Finanzielle und internationale Profite als Anteil der Unternehmensprofite.



Anmerkung: Finanzielle und internationale Profite beinhalten heimische finanzielle Profite und (Netto-) Profite aus dem Ausland als Anteil der Profite. Die Reihe weist einen statistischen Bruch im Jahre 2001 auf. Quelle: Bureau of Economic Analysis, national income and product accounts, table 6.16B-D.

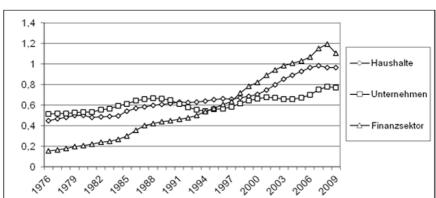


Abbildung 3: Verschuldung der Haushalte, Unternehmen und des Finanzsektors (im Verhältnis zum BIP), USA.

Quelle: FED flow of funds, table D.3 credit market debt outstanding by sector; household, business and financial debt.

der sogenannte turnover, ist noch spektakulärer gewachsen: von 33 Prozent im Jahre 1988 auf 383 Prozent im Jahre 2008. Die Bewertungen und der Handel auf den Aktienmärkten sind deutlich rascher als die realen Aktivitäten gewachsen. Abbildung 2 zeigt den Anteil der finanziellen Profite (und Profite aus Auslandsoperationen) als Teil der Unternehmensprofite. Deren Anteil ist von 12 Prozent im Jahre 1948 auf 53 Prozent im Jahre 2001 gestiegen. Rund die Hälfte aller Profite von US Unternehmen erschienen (vor der Krise) als finanzielle Profite. Die Finanzialisierung hat des Weiteren zu einem dramatischen Anstieg in der (Brutto-)Verschuldung in verschiedenen Sektoren geführt. Abbildung 3 zeigt die Verschuldung der privaten Haushalte, der Unternehmungen und des Finanzsektors (jeweils in Prozent des BIP). Während die Verschuldung des Unternehmenssektors von 52 Prozent des BIP (1976) auf 77 Prozent (2009) anstieg, wuchs die Verschuldung der Haushalte von 45 Prozent (1976) auf 96 Prozent (2009). In den frühen 2000er Jahren ist hier eine klare Beschleunigung dieses Trends beobachtbar. Den dramatischsten Anstieg verzeichnete die Verschuldung des Finanzsektors selbst: sie stieg von 16 Prozent auf 111 Prozent (2009).<sup>3</sup> Der verbreitete Eindruck, dass der Finanzsektor und Finanzgeschäfte ra-

<sup>3</sup> Die Zahlen beziehen sich auf die Brutto-Verschuldung. Üblicherweise wird die Verschuldung zum Erwerb von Vermögenstiteln (z. B. Aktien oder Immobilien) genutzt. Der Verschuldung stehen also meist Vermögen gegenüber. Die Differenz zwischen beiden ist die Netto-Verschuldung (oder das Netto-Vermögen). Makroökonomisch ist die Brutto-Verschuldung eine wichtige Variable,

scher wachsen als die reale Produktion, ist damit klar dokumentiert. Im Folgenden sollen die ökonomischen Veränderungen, die dieser Entwicklung zu Grunde liegen, näher untersucht werden. Finanzialisierung wurde maßgeblich durch die Deregulierung des Finanzsektors und durch die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs ermöglicht. Einige dieser Maßnahmen waren selbst Reaktionen auf zunehmende Versuche des Finanzsektors, die Regulierung der Finanzmärkte zu umgehen. Zu diesen Maßnahmen gehören das Auslaufen der Kontrollen auf internationale Kapitalströme, eine Deregulierung der Art der Geschäfte, die Banken erlaubt sind, und – speziell in den USA – die Aufhebung der Zinsobergrenzen (auf Einlagen wie auch auf Kredite). Dies führte zu tiefgreifenden institutionellen Veränderungen auf den Finanzmärkten. So entstanden neue Akteure wie Geldmarktfonds, Private-Equity-Fonds und Hedge-Fonds, die ihrerseits in einer schier unermüdlichen Welle von Finanzinnovationen zu immer neuen Finanzinstrumenten geführt haben.

Die Veränderungen auf den Finanzmärkten führten auch zu weniger offensichtlichen, Veränderungen für die nicht-finanziellen Sektoren der Wirtschaft. Die Analyse dieser Phänomene bildet einen zentralen Teil der Debatte um Finanzialisierung. Ein erster wichtiger Bereich dieser Debatte war die Finanzialisierung der nicht-finanziellen Unternehmungen. In der sogenannten Shareholder-Value-Revolution erlangten Aktionäre in Form von institutionellen Investoren (Private-Equity, Pensionsfonds etc.) neue Bedeutung, mitunter in Form von feindlichen Übernahmen. Ideologisch wurde dies durch die Theorien der Corporate Governance, in denen Unternehmen als Prinzipal-Agenten-Beziehungen analysiert werden, unterfüttert. So befürworteten Jensen und Meckling (1976) die Shareholder-Value-Orientierung als geeignetes Ziel des Unternehmens. Unternehmungen sollten den Wert, den sie für die Shareholder, d. h. die Aktionäre, darstellen maximieren. Dazu müssten die Manager von den Aktionen effektiver kontrolliert werden. Der Shareholder Value sollte durch Auszahlungen von Dividenden und über Aktienrückkäufe erhöht werden. Bemerkenswert ist, dass dies in der Praxis oft mit einer steigenden Verschuldung der Unternehmungen und einer schwacher Investitionsdynamik einherging. In anderen Worten, viele Unternehmen haben sich verschuldet, um eigene Aktien zurückzukaufen und höhere Dividenden an ihre Aktionäre auszuschütten.

Forschungsbeiträge der Politischen Ökonomie unterstreichen die sozialen Kosten solcher Strategien, die oft Personalabbau ("downsizing") und Lohndruck beinhalten. Lazonick und O'Sullivan (2000) argumentieren, dass es zu einer Verschiebung der Unternehmensstrategie von dem, was sie als "retain and reinvest" (Gewinne einbehalten und reinvestieren) bezeichnen, zu "downsize and distribute" (Personalab-

bau und Gewinnausschüttung) gekommen ist. Fligstein (1990) argumentiert, dass die finanzielle Kontrolle (im Gegensatz zu direkter Kontrolle und industrieller [manufacturing] Kontrolle) ein spezifisches Modell der Steuerung von Unternehmung darstellt. Damit lokalisiert er (noch ohne expliziten Bezug zur Finanzialisierungsdebatte), die Quelle der Finanzialisierung in der Managementstrategie von *nicht*-finanziellen Unternehmen. Mittlerweile hat die Debatte um die Finanzialisierung zu einer wachsenden empirischen Literatur geführt, die auch ökonometrisch gezeigt hat, dass zunehmende finanzielle Aktivität der nicht-finanziellen Unternehmen einen negativen Effekt auf die (realen) Investitionen dieser Unternehmen hatte (Stockhammer 2004; Orhangazi 2008; Demir 2009). Die Shareholder-Value-Orientierung ist in den angelsächsischen Ländern weiter voran geschritten, aber die kontinentaleuropäischen Länder scheinen sich in die gleiche Richtung zu bewegen.

Die Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Haushalte sind nicht minder tiefgreifend. Die Verschuldung der Privathaushalte ist seit Mitte der 1970er Jahre stark angestiegen. Haushalte haben sich daran gewöhnt, Transaktionen durch Verschuldung zu finanzieren.<sup>4</sup> Konsumentenkredite sind jedoch eine relative neue Entwicklung. Ihre Verbreitung setzte Veränderungen in der Mentalität der Haushalte wie in den Finanzinstitutionen und -instrumenten voraus. Die zunehmende Verbreitung von Kreditkarten ist die offensichtlichste Illustration dieser Entwicklung. Hypothekarkredite stellen allerdings in allen Ländern die weitaus wichtigste Form von Krediten an private Haushalte dar. Einige Autoren (z. B. Guttmann und Plihon 2010) haben argumentiert, dass die Konsumausgaben in den angelsächsischen Ländern zunehmend mehr von Veränderungen der Bewertung der Finanzvermögen und der Haushaltsverschuldung geprägt seien. Nicht mehr das laufende Einkommen, sondern die Entwicklung der Aktienkurse und der Zugang zu Krediten bestimmten demnach, wie viel die Haushalte ausgeben. Dies ist wohl übertrieben, beschreibt aber in der Tendenz durchaus tatsächliche Entwicklungen (vgl. den Beitrag von Mertens und Meyer-Eppler in diesem Band). Dies hat auch zu einer umfangreichen ökonomischen Literatur innerhalb des Mainstreams geführt. Angesichts fallender Sparquoten (insbesondere in den USA) haben Institutionen wie die Zentralbanken untersucht, inwieweit Konsumausgaben auf die Preise von Vermögenswerten reagieren. In den späten 1990er Jahren wurden die fallenden Sparquoten durch den damaligen Börsenboom erklärt.<sup>5</sup> Eine marginale Konsumneigung von 5 Prozent auf

<sup>4</sup> Ein zweiter Bereich, der die Finanzialisierung private Haushalte direkt betrifft, ist die Pensionsvorsorge. In den meisten Ländern kam es zu einer Verschiebung von sozialstaatlichen zu privaten, markt-basierten Formen, die wirtschaftliche ebenso wie sozialpsychologische Effekte hat (Langley 2004; Blackburn 2007).

<sup>5</sup> Die Verteilung der Haushaltsverschuldung ist eine wichtige, aber kaum erforschte Dimension. Brenner (2003, S. 191) argumentiert, dass der Fall der Sparquote (in den späten 1990er Jahren)

Finanzvermögen wurde oft als realistisch angesehen (allerdings ist die Evidenz für europäische Länder keineswegs eindeutig, vgl. Boone et al. 1998). Der Börsencrash des Jahres 2000 führte aber nicht zu einer Abschwächung der Konsumausgaben. Der ungebrochene Konsumboom wurde in der Folge durch die boomenden Immobilienpreise erklärt. Immobilien wurde nun als wichtigste Vermögensart identifiziert. Sie werden von Banken als Sicherheiten akzeptiert und ihr Besitz ist viel breiter gestreut als z. B. Aktienbesitz. Case et al. (2001), Catte et al. (2004) und Girouard et al. (2006) finden wesentlich höhere marginale Konsumneigung aus Immobilienvermögen als aus finanziellen Vermögenswerten.<sup>6</sup>

Allerdings lautet die grundsätzlichere Frage, ob die Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte als Teil eines rationalen, individuellen Entscheidungsprozesses oder als Ergebnis breiterer, sozio-kultureller Veränderungen betrachtet werden sollte. Ein Großteil der Mainstream-Literatur geht davon aus, dass Haushalte rational ihre Verschuldung mit ihrem Vermögen steigern. Aus Sicht der Politischen Ökonomie hingegen ist die zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte das Ergebnis veränderter Konsumnormen angesichts stagnierender Masseneinkommen (Barba und Pivetti 2009; Cynamon und Fazzari 2009). Ein wesentlicher Teil der angehäuften Schulden ist auf den Versuch der Haushalte zurückzuführen, ein Konsumniveau aufrechtzuerhalten, das längerfristig bei gegebenem Einkommen nicht finanzierbar (und damit irrational) ist. Ein weiterer Faktor war die geänderte Strategie von Banken, die Konsumentenkredite als neuen Markt entdeckten und sich diesen z.B. via Kreditkarten erschlossen. Aus dieser Perspektive ist es irreführend, von Vermögenseffekten zu sprechen, es handelt sich eher um credit-access-Effekte. Der Unterschied in den beiden Interpretationen ist, dass die Vermögenseffekt-Interpretation eine rationale (und stabile) Reaktion der Haushalte auf die steigenden Vermögen beschreibt, während die creditaccess-Interpretation die Rolle der Banken und ihrer Kreditvergabepraktiken betont.

Während die Verschuldung der Haushalte in allen Ländern überwiegend aus Hypothekarkrediten besteht, unterscheidet sich die Entwicklung der Haushaltsverschuldung und der privaten Konsumausgaben erheblich zwischen einzelnen Ländern. In den USA hat der Konsumanteil am BIP seit etwa 1980 stark zugenommen. Dieser Trend lässt sich ähnlich in Großbritannien und anderen angelsächsischen Ländern (Australien und Neuseeland) beobachten. In meisten Fällen ging die steigende

durch das Sparverhalten der Spitzenverdiener getrieben war, die auch am meisten durch den Aktienboom profitierten. Wolff (2009) präsentiert Belege (aus den frühen 2000er Jahren) dass die Schuldenlast am stärksten in Mittelklassehaushalten wuchs.

<sup>6</sup> Zwar gibt es für die USA statistische Evidenz (wenn auch oft basierend auf kurzen Zeitreihen) für die Vermögenseffekte, aber für die europäischen Volkswirtschaften sind die Belege dünner. Meist sind die Vermögenseffekte für kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften nicht signifikant und / oder deutlich geringer.

Verschuldung mit einer Immobilienblase einher bzw. wurde durch diese ermöglicht. Diese Entwicklung ist jedoch nicht universell. In verschiedenen kontinentaleuropäischen Ländern kam es nicht zu einer vergleichbaren Entwicklung. In Deutschland ist die Schuldenquote gar gefallen und der private Verbrauch hinkte dem BIP-Wachstum hinterher. In Frankreich kam es zu einem schwachen Anstieg der Haushaltsverschuldung. Insgesamt gibt es also bemerkenswerte Divergenzen zwischen den Ländern.

Finanzialisierung hat wichtige Konsequenzen für den Finanzsektor selbst. Erstens besteht mit dem Aufkommen des Schattenbankensystems ein beachtlicher und wachsender Teil des Finanzsektors nicht mehr nur aus den traditionellen Banken (oder Versicherungen), sondern auch aus anderen, deutlich weniger regulierten Institutionen, wie Investmentfonds, Geldmarktfonds, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds und Zweckgesellschaften. Dieses Schattenbankensystem hat sich auch als Motor für Finanzialisierung erwiesen (siehe die Beiträge von Fichter sowie Kessler und Wilhelm in diesem Band, für eine frühe Diskussion siehe D'Arista und Schlesinger 1993). Ein wichtiger Aspekt der Entstehung des Schattenbankensystems ist die Entwicklung neuer Finanzinstrumente, die dazu beigetragen haben, die traditionelle Bankenaufsicht zu untergraben. Adrian und Shin (2010) schätzen, dass in den USA das Schattenbankensystem nunmehr (gemessen an der Bilanzsumme) ebenso groß ist wie der traditionelle Bankensektor. Zweitens hat unter den Geschäftsbanken eine Verschiebung der Aktivitäten in Richtung solcher stattgefunden, die Einnahmen aus Gebühren generieren (fee-generating activities). Während im traditionellen Bankengeschäft, die Einkommen auf der Spanne zwischen Einlage- und Kreditzinsen beruhen, werden nunmehr Finanztitel entwickelt, verkauft und dafür Gebühren verlangt. Setzte das traditionelle Bankgeschäft dabei längerfristige Beziehungen zwischen Bank und Kunden voraus, so ist das moderne Bankgeschäft auf die "Produktion" von auf den Finanzmärkten handelbaren Titeln ausgerichtet. Ein Teil dieser Entwicklung ist die Entstehung des originate-and-distribute-Modells der Banken (insbesondere in den USA), wo Hypotheken schnell in Form von Asset-Backed-Securities verpackt und weiterverkauft wurden. Drittens, hat es innerhalb des Bankensektors eine Verlagerung hin zu Krediten an private Haushalte anstatt an Unternehmen gegeben. Hypothekarkredite an Haushalte sind heute mit Abstand die größten Aktiv-Posten in den Bankbilanzen (Ertürk und Solari 2006; Lapavitsas 2008).

Befürworter der Deregulierung der Finanzmärkte haben argumentiert, dass Finanzialisierung eine überlegene Art des Umgangs mit Risiken ermöglicht. Durch Verbriefung werde etwa das Risiko verteilt, das Finanzsystem wäre somit stabiler (explizit in IWF 2006, S. 51) und die Gesellschaft insgesamt erführe einen Wohlfahrtsgewinn. Im Gegensatz dazu haben keynesianische ÖkonomInnen schon lange argumentiert, dass die Finanzmärkte an sich instabil sind und endogene Boom-Bust-Zyklen gene-

rieren (Minsky 1986). Basierend auf der keynesianischen Theorie argumentiert Minsky, dass Konjunkturzyklen in kapitalistischen Wirtschaften durch die Interaktion der Investitionsentscheidungen der Unternehmen und der Kredit- und Zinspolitik der Banken entstehen. Im Boom werden die Unternehmen und ihre Banken optimistischer und der Verschuldungsgrad der Unternehmen steigt. Während dies kurzfristig die Investitionen und das Wachstum ankurbelt steigt auch die Krisenanfälligkeit der Unternehmen, die ja jetzt eine höhere Schuldenlast zu bedienen haben. Wenn dann die Zinsen steigen, kommen sie in Schwierigkeiten ihre Schulden zu bedienen, müssen Ausgaben kürzen und der Abschwung beginnt. Dabei wird auch die Kreditvergabe eingeschränkt, was nach einiger Zeit zu einer niedrigeren Schuldenquote führt und die Basis für den nächsten Zyklus legt. Aglietta und Rebérioux (2005) sowie Crotty (2009) betonen darüber hinaus Interessenkonflikte im Finanzsektor. Insbesondere die Ratingagenturen und die Investmentbanken haben oft eigene Profitinteressen, die einer objektiven Evaluierung von Finanzanlagen entgegenstehen. Zweitens waren sie vor den Gefahren des Irrglaubens, dass Risiken mit Blick auf die Korrelationen in historischen Daten identifiziert und isoliert werden können. Die Krise von 2008/09 hat diese optimistischen neoliberalen Vorstellungen zwar erschüttert, aber bisher noch nicht zu einem grundlegenden Wandel in der Finanzmarktregulierung geführt.

# 3. Finanzielle Globalisierung

Finanzialisierung hatte wichtige Auswirkungen in der internationalen Dimension. Die Liberalisierung der internationalen Kapitalströme führte zu einer erhöhten Volatilität der Wechselkurse, die oft in Wechselkurskrisen eruptieren. Dies hat zu einer lebhaften Debatte über die Auswirkungen der Liberalisierung der Kapitalströme oder, weiter gefasst, der finanziellen Globalisierung geführt.

Das Argument zugunsten der finanziellen Globalisierung basiert auf der neoklassischen Vorstellung, dass die Globalisierung der Finanzmärkte es erlaubt, Kapital effizienter zu nutzen. Insbesondere Entwicklungsländer würden davon profitieren. Zwei wichtige Implikationen dieses Arguments sind, dass man Kapitalströme von den reichen zu den armen Ländern erwarten würde, und dass es eine positive Korrelation zwischen finanzieller Globalisierung und Wachstum gäbe. Dieser Ansatz wurde von McKinnon (1973), Shaw (1973) und zuletzt von Mishkin (2006) vertreten und hat die Wirtschaftspolitik auf der ganzen Welt, insbesondere in Form von IWF-Programmen in den Entwicklungsländern, geprägt. Allerdings hat die Globalisierung der Finanzmärkte offenbar nicht die Erwartungen erfüllt, die in sie gesteckt wurden. In der Summe floss Kapital eher "bergauf", d. h. aus armen in reiche Länder. Selbst innerhalb des Mainstreams der Ökonomie wird nun akzeptiert, dass

"the majority of studies are unable to find robust evidence in support of the growth benefits of capital account liberalization" (Kose et al. 2006, S. 4). Während einige Globalisierungsoptimisten die Vorteile der finanziellen Globalisierung weiter preisen, werden ihre Argumente immer diffiziler: die positiven Effekte wären indirekter Natur (Kose et al. 2006), würden sich erst in der Zukunft zeigen (Mishkin 2009) oder sind nur mit ausgeklügelteren Methoden nachweisbar (Henry 2008); die empirische Evidenz für den Mangel an positiven Wachstumseffekte ist jedoch überwältigend (Rodrik und Suramanian, 2009; Stiglitz 2000).

Die tatsächlichen Entwicklungen stehen in scharfem Kontrast zur harmonischen neoliberalen Vision. Die finanzielle Globalisierung und Liberalisierung hat erstens zu häufigen Wechselkurskrisen durch volatile Kapitalströme geführt und, zweitens, zu lang anhaltenden Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft. Wechselkursentwicklungen werden, als Folge der finanziellen Globalisierung, zunehmend durch Kapitalströme und nicht durch wirtschaftliche Fundamentaldaten, wie Leistungsbilanzpositionen, bestimmt. Tatsächlich waren Episoden massiver Kapitalzuflüsse, gefolgt von plötzlichen und scharfen Kapitalabflüssen, die Wechselkurskrisen auslösten, das herausragende Merkmal für die ökonomische Entwicklung der letzten Jahrzehnte, insbesondere für Schwellen- und Entwicklungsländer (Epstein 2005; Reinhart und Reinhart 2008, siehe den Beitrag von Becker in diesem Band). Die makroökonomischen Gefahren volatiler Kapitalströme waren bisher am deutlichsten in den Schwellenländern zu spüren. Mexiko 1994, die Türkei 1994 und 2001, Süd-Ost-Asien 1997/98 und Argentinien 2001 sind Beispiele für solche Krisen. Alle von ihnen haben zu schweren Rezessionen (mit meist zweistelligen Rückgängen des realen BIP) geführt, von denen einige langanhaltend, andere kurzlebiger waren.<sup>7</sup> Ähnliche Krise traten seltener in entwickelten Ländern auf, allerdings erschütterte die Krise des Europäischen Währungssystems 1992/93 auch die europäischen Länder.

Der Grund, warum Wechselkurskrisen so verheerende Wirkung haben, besteht darin, dass auf liberalisierten internationalen Finanzmärkten Zinsarbitrage (oft auch als *carry-trade* bezeichnet), d.h. Investitionen in einer Währung durch Verschuldung in einer anderen Währung, in der Regel profitabel ist. Wenn z. B. Zinsen in türkischer Lira höher als in Euro sind, ist es verlockend, einen Kredit in Euro aufzunehmen und in türkischen Lira zu investieren – immer unter der Annahme stabiler Wechselkurse. Abrupte Wechselkursanpassungen können dann aber katastrophale Auswirkungen auf die Unternehmens- oder Bankbilanzen haben.

<sup>7</sup> Die Tatsache, dass einige Länder sich rasch von einer tiefen Rezession erholen, bedeutet nicht, dass alle ökonomischen Variablen damit wieder zum status quo ante zurückkehren. Onaran (2009) argumentiert beispielsweise, dass Finanzkrisen oft zu nachhaltigen Veränderungen in der funktionellen Einkommensverteilung führen.

Zweitens hat die Liberalisierung des Kapitalverkehrs größere Leistungsbilanzdefizite (oder Überschüsse) für eine längere Zeit erlaubt, als im Bretton-Woods-System möglich gewesen wäre. Die Kehrseite der Leistungsbilanz sind Nettokapitalflüsse: (abgesehen von Veränderungen der Zentralbankreserven) müssen Nettoexporte gleich (netto) Kapitalabflüsse sein. Die Finanzialisierung ermöglichte Ländern größere Leistungsbilanzdefizite, sofern sie die entsprechenden Kapitalzuflüsse anziehen. Die Liberalisierung der Finanzmärkte und die Globalisierung hat damit, ironischerweise, das Potenzial für divergierende Entwicklungen in den einzelnen Ländern erhöht – wenn auch nur so lange wie die internationalen Finanzmärkte ruhig bleiben. Typischerweise erfolgt die Neubewertung auf den Finanzmärkten dann schlagartig mit Kapitalflüssen (capital flow reversal) und Wechselkursturbulenzen.

Im Vorfeld der Finanzkrise 2008/09 wiesen die USA, Großbritannien, Irland und Griechenland große Leistungsbilanzdefizite auf, während Deutschland, Japan und China große Überschüsse hatten. Internationale Ungleichgewichte haben eine wichtige Rolle in der Debatte über die Ursachen der Krise gespielt, allerdings werden sie recht unterschiedlich interpretiert. Bernanke (2005) prägte etwa den Begriff "savings glut" (Ersparnisschwemme), der nahe legte, dass Ursachen außerhalb der USA die treibende Kraft hinter dem US-Leistungsbilanzdefizit waren. Politisch hat dies dazu gedient, China die Schuld für die Krise in die Schuhe zu schieben.8 Tatsächlich gab es massive Kapitalzuflüsse in die USA, vor allem aus (asiatischen und OPEC-) Entwicklungsländer. Nach der Asienkrise haben mehrere asiatische Ländern (allen voran China) eine Strategie der Unterbewertung verfolgt, die sich aus entwicklungspolitischer Sicht als recht effektiv erwiesen hat (UNCTAD 2008). Die Frage, ob diese Zuflüsse den USA aufgedrängt wurden oder ob die US-Finanzbranche sie angesaugt hat, mag schwer zu beantworten sein. Aber die savings-glut-Hypothese spielt die dominierende Rolle der US-Finanzinstitutionen in der Weltwirtschaft, speziell in im Bereich der Finanzinnovation, die diese Kapitalflüsse erst ermöglicht haben, herunter.

# 4. Ein finanz-dominiertes Akkumulationsregime? Finanzialisierung, Wachstum, Verteilung und Stabilität

Durch Finanzialisierung und finanzielle Globalisierung haben sich die wirtschaftlichen Akteure sowie deren Ziele und Handlungsspielräume verändert. Innerhalb der heterodoxen Ökonomie wird debattiert, inwiefern dies zur Herausbildung eines fi-

<sup>8</sup> Dem gegenüber gibt es bisher wenig Druck auf Deutschland, dem Land mit den größten Außenhandelsüberschüssen im Euro-Raum, seine Lohnpolitik ändern. Lapavitsas et al. (2010) argumentieren, dass Deutschlands Reallohnstagnation ein wesentlicher Grund für die Euro Krise darstellt (vgl. den Beitrag von Young in diesem Band).

nanz-getriebenen oder finanz-dominierten Akkumulationsregimes (z. B. Boyer 2000; van Treeck 2009; Hein 2011; Stockhammer 2008) geführt hat und was dessen Merkmale sind. Ich werde daher abschließend die Auswirkungen der Finanzialisierung auf wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, Einkommensverteilung und Stabilität diskutieren. Meine Einschätzung hierzu ist, dass das finanz-dominierte Akkumulationsregime durch eine schwache (reale) Wachstumsdynamik und durch eine zunehmende finanzielle Fragilität aufgrund steigendender Verschuldung gekennzeichnet ist. Aber aufgrund der anhaltenden internationalen Ungleichgewichte unterscheiden sich die konkreten Effekte in unterschiedlichen Ländern beträchtlich.

An anderer Stelle habe ich argumentiert, dass Finanzialisierung zu zwei unterschiedlichen Wachstumsmodellen geführt hat: ein schuldengetriebenes (debt-led) Wachstumsmodell (meist in den angelsächsischen Ländern) und ein exportgetriebenes (export-led) Wachstumsmodell in anderen Ländern wie Deutschland, Japan und China (Stockhammer 2010). Beide sind das Ergebnis der Wechselwirkung von Einkommenspolarisierung und Finanzialisierung. In den angelsächsischen Ländern wurde das schwache Wachstum der Lohneinkommen durch Kreditwachstum und steigende Verschuldung kompensiert. Der Immobilienboom erlaubte es Haushalten, Kredite aufnehmen, die sie sich angesichts ihres Einkommens nicht leisten konnten. Solange die Hauspreise stiegen (und angenommen wurde, dass sie das weiterhin tun würden), war dies sehr profitabel für die im Hypothekengeschäft tätigen Banken. Diese Länder entwickelten einen kreditfinanzierten Konsumboom, der mit steigenden Leistungsbilanzdefiziten einherging. Die daraus resultierenden Kapitalzuflüsse heizten ihrerseits die Kreditvergabe und damit die Immobilienblase (und Blasen in anderen Finanzmärkten) an. In der zweiten Gruppe von Ländern waren die durchschnittlichen Haushalte der Arbeiterklasse mit einer ähnlichen Stagnation der Löhne konfrontiert. In diesen Ländern blieben die privaten Konsumausgaben jedoch schwach. Hier spielten die Exportüberschüsse eine zentrale Rolle für das Nachfragewachstum. Diese Länder entwickelten demnach ein exportgetriebenes Wachstumsmodell.

Finanzialisierung hatte auch tiefgreifende Auswirkungen auf die Einkommensverteilung innerhalb dieser Länder. Mindestens drei Kanäle sind in der Literatur diskutiert worden. Erstens gab es einen Anstieg der sogenannten Rentiereinkommen, d. h. Zins- und Dividendenerträge sowie Veräußerungsgewinne (Powers et al. 2003; Duménil und Lévy 2001). Zweitens kam es zu einem Anstieg der Einkommen im Finanzsektor, vor allem in Form von Boni, der zumindest in den USA einen wesentlichen Beitrag zur Polarisierung der Einkommensverteilung hatte. Drittens hat die Finanzialisierung die Machtbalance zwischen Kapital und Arbeit verschoben, in dem sie die Handlungsspielräume der Unternehmen durch die Globalisierung der Finanzmärkte veränderte (ILO 2008). Zudem haben sich durch Veränderungen in

der Unternehmensführung (Corporate Governance) die Einflussmöglichkeiten des Finanzsektors auf nicht-finanziellen Unternehmen erhöht. Der Beitrag der finanziellen Globalisierung zum Rückgang der Lohnquote ist auch ökonometrisch nachweisbar (Jayadev 2007; Stockhammer 2013).

Die Debatte über die Auswirkungen der Finanzialisierung auf wirtschaftliche (und finanzielle) Stabilität ist durch eine eigenartige Schizophrenie gekennzeichnet. Auf der einen Seite gab es eine Reihe von schweren Krisen seit Beginn der Finanzialisierung, die offensichtlich mit dem Finanzsektor und den Finanzmärkten zu tun hatten: die Schuldenkrise 1982, die Savings-and-Loan-Krise in den USA in den 1980er Jahren, die EWS-Krise 1992/93, die Peso-Krise 1994, die Asienkrise 1997, die Dot.com-Blase 2000/01 und schließlich die Krise von 2008/09. Auf der anderen Seite verklärt ein wesentlicher Teil der Mainstream-Literatur die letzten beiden Jahrzehnte unter dem Schlagwort der Great Moderation, zu einer Phase der Stabilität (Preis- und Finanzmarktstabilität werden hier gern vermengt) und der verringerten Volatilität des Wachstums. Die These der Great Moderation wurde natürlich durch die jüngste Krise in Frage gestellt, der Begriff wird aber weiterhin in führenden Mainstream-Publikationen verwendet (etwa Giannone et al. 2008: Gali und Gambetti 2009). Dies lässt sich daran illustrieren, dass die offensichtliche Tatsache, dass Finanzialisierung zu Instabilität führt, ignoriert wird: Der IWF (2007c) etwa argumentiert, dass Konjunkturzyklen seit den 1970er Jahren moderater geworden seien: "output volatility (...) has been significantly lower than during the 1960s" (IWF 2007c, S. 85). Natürlich würde man annehmen, dass dies bedeutet, dass Krisen milder und weniger häufig geworden seien. Doch wie der IWF selbst zeigt (IWF 2002, Tabelle 3.1), sind Rezessionen in der Post-Bretton-Woods-Ära schärfer ausgefallen als in der Bretton-Woods-Ära. Wie ist das möglich? Das BIP-Wachstum war in der fordistischen Ära deutlich höher als in der folgenden post-fordistischen Ära. In der Folge kann die Volatilität (Varianz) der Wachstumsraten in der Tat rückläufig, da im Fordismus die Booms mit sehr hohen Wachstumsraten verbunden waren, während danach das Trendwachstum geringer, aber die Finanzkrisen immer häufiger und schwerer geworden sind (Eichengreen und Bordo 2003; Reinhart und Rogoff 2009).9

Bei der Erörterung der Frage der Stabilität ist es wichtig zu beachten, dass sich im historischen Vergleich betrachtet, alle entwickelten Volkswirtschaften trotz dreißig Jahren Neoliberalismus makroökonomisch nach wie vor in einem big government Regime befinden: automatische Stabilisatoren sind wirksam und der staatliche Konsum bildet einen beträchtlichen Teil der Wertschöpfung. Auch ist der Wohlfahrtsstaat, trotz aller Angriffe, im historischen Vergleich weiterhin als funktional zu bezeichnen. Dies, kombiniert mit aktiven Geldpolitik, mag einen wesentlichen Grund darstellen warum Finanzkrisen bis 2008 in den entwickelten Ländern nicht zu großen Krisen im Stil der 1930er Jahre geführt haben (Stockhammer 2008).

### 5. Fazit

Die Krise 2008/09 war die schwerste Krise der kapitalistischen Wirtschaft seit der Großen Depression. Es sollte klar sein, dass ihre Ursachen tief mit den Prozessen der Finanzialisierung und finanziellen Globalisierung verbunden sind. Ob diese Krise die Rückkehr der finanziellen Instabilität in die Normalität des neoliberalen Akkumulationsprozesses in den kapitalistischen Zentren markiert oder den Anfang vom Ende der Finanzialisierung darstellt, ist aber Gegenstand von politischen Auseinandersetzungen, die ihr Ende noch nicht gefunden haben.

#### Literatur

Adrian, T., und H. Shin. 2010. The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 439.

Aglietta, M., und A. Rebérioux. 2005. Corporate Governance Adrift. A Critique of Shareholder Value. Cheltenham: Edward Elgar.

Arrighi, G. 1994. The Long Twentieth Century. London: Verso.

Atkinson, A., T. Piketty, und E. Saez. 2011. Top Incomes in the Long Run of History. *Journal of Economic Literature* 49 (1): 3–71.

Barba, A., und M. Pivetti, 2009. Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications – a long-period Analysis. *Cambridge Journal of Economics* 33 (1): 113-37.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, und R. Levine. 2010. A New Database on Financial Development and Structure (updated November 2010). http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167-pagePK:64214825-piPK:64214943-theSitePK:469382,00. html. Zugegriffen: 20. Mai 2011.

Bernanke, B. 2005. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 2005. http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Blackburn, R. 2007. Age Shock: How Finance Is Failing Us. London: Verso.

Boone, L., C. Giorno, und P. Richardson. 1998. Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some recent Evidence. OECD Economics department working papers No. 208. Paris.

Boyer, R. 2000. Is a Finance-led Growth Regime a viable Alternative to Fordism? A Preliminary analysis. *Economy and Society* 29 (1): 111-145.

Brenner, R. 2003. The Boom and the Bubble. London: Verso.

Case, K., R. Shiller, und J. Quigley. 2001. Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market. NBER Working Paper No. 8606.

Catte, P., N. Girouard, R. Price, und C. André. 2004. Housing Markets, Wealth and the Business Cycle. OECD Economics Working Paper 394.

Crotty, J. 2003. The Neoliberal Paradox: The Impact of destructive Product Market Competition and impatient Financial Markets on nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. Review of Radical Political Economics 35 (3): 271-79.

- Crotty, J. 2009. Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture' Cambridge Journal of Economics 33 (4): 563–580.
- Cynamon, B., und S. Fazzari. 2009. Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth Risk of Collapse. *Capitalism and Society* 3 (2): 1-30.
- D'Arista, J., und T. Schlesinger. 1993. The Parallel Banking System. In Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century, hrsg. G. Dymski, G. Epstein, und R. Pollin. Armon: M.E. Sharpe.
- Demir, F. 2009. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics* 88: 314-24.
- Duménil, G., und D. Lévy. 2001. Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis. Review of International Political Economy 8 (4): 578-607.
- Duménil, G., und D. Lévy. 2004. Capital Resurgent. Roots of the Neoliberal Revolution. Cambridge: Harvard University Press.
- Eichengreen, B., und M. Bordo. 2003. Crises now and then: What Lessons for the last Era of Financial Globalization? In *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets. Essays in Honour of Charles Goodhart, Volume two*, hrsg. P. Mizen. Cheltenham: Edward Elgar.
- Epstein, G. hrsg. 2005. Financialization and the World Economy. Cheltenham: Edward Elgar.
- Ertürk, I. J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. hrsg. 2008. Financialization at Work. Key Texts and Commentary. London: Routledge.
- Ertürk, I., und S. Solari. 2007. Banks as Continuous Reinvention. New Political Economy 12 (3): 369-88.
- Fligstein, N. 1990. The Transformation of Corporate Control. Cambridge: Harvard University Press.
- Froud, J. S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2006. Financialization and Strategy: Narrative and Numbers. London: Routledge.
- Gali, J., und L. Gambetti. 2009. On the Sources of the Great Moderation. American Economic Journal: Macroeconomics 1 (1): 26-57.
- Giannone, D., M. Lenza, und L. Reichlin. 2008. Explaining the Great Moderation: It is not the Shocks. *Journal of the European Economic Association* 6 (2-3): 621–633.
- Girouard, N., M. Kennedy, und C. André. 2006. Has the Rise in Debt made Households more vulnerable? OECD Economics Working Paper 535.
- Guttmann, R., und D. Plihon. 2010. Consumer Debt and Financial Fragility. *International Review of Applied Economics* 24 (3): 269-283.
- Harrison, A. 2002. Has Globalization eroded Labor's Share? Some cross-country Evidence. Mimeo, UC Berkeley.
- Hein, E. 2011. 'Financialisation', Distribution and Growth. In A New Guide to Keynesian Economics and Economic Policies, hrsg. E. Hein and E. Stockhammer. Cheltenham: Edward Elgar.
- Henry, P. 2007. Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. Brookings Global Economy and Development Paper No. 4.
- ILO. 2008. World of Work Report 2008. Income Inequalities in the Age of Financial Globalization. Geneva.
- IWF. 2002. Recessions and Recoveries. In World Economic Outlook 2002/1, 104-137.
- IWF. 2007. The Changing Dynamics of the Global Business Cycle. In World Economic Outlook 2007/2, 67-94.
- IWF. 2006. Global Financial Stability Report April 2006. Washington, DC.
- Jayadev, A. 2007. Capital Account Openness and the Labour Share of Income. Cambridge Journal of Economics 31: 423-443.
- Jensen, M., und W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3: 305-60
- Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff, und S. Wei. 2009. Financial Globalization: A Reappraisal. *Internationaler Währungsfonds*, IMF Staff Papers (2009) 56: 8–62.
- Krippner, G. 2005. The Financialization of the American Economy. Socio-Economic Review 3 (2): 173-208.
- Langley, P. 2004. In the Eye of the "Perfect Storm": The Final Salary Pensions Crisis and the Financialization of Anglo-American capitalism. *New Political Economy* 9 (4): 539-58.

- Lapavitsas, C., A. Kaltenbrunner, D. Lindo, J. Michell, J. P. Painceira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors, und N. Teles. 2010. Eurozone Crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour. RMF occasional report, March 2010. http://researchonmoneyandfinance.org/media/reports/eurocrisis/fullreport.pdf. Zugegriffen: 14.12.2012.
- Lapavitsas, C. 2009. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. Historical Materialism 17 (1): 114–148.
- Lazonick, W., und M. O'Sullivan. 2000. Maximising Shareholder Value: A new Ideology for Corporate Governance. Economy and Society 29 (1): 13-35.
- MacKenzie, D., und Y. Millo. 2003. Constructing a Market, Performing Theory: the Historical Sociology of a Financial Derivates Exchange. *American Journal of Sociology* 109: 107-45.
- McKinnon, R. 1973. Money and Capital in Economic Development, Washington, DC: Brookings Institute.
- Martin, R. 2002. The Financialization of Dalily Life. Philadelphia: Temple University Press.
- Milberg, W., und D. Winkler. 2009. Financialisation and the Dynamics of Offshoring in the USA. Cambridge Journal of Economics 34: 275–293.
- Minsky, H. 1986. Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press.
- Mishkin, F. S. 2006. The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich. Princeton: Princeton University Press.
- Onaran, Ö. 2009. Wage Share, Globalization, and Crisis: The Case of Manufacturing Industry in Korea, Mexico, and Turkey. *International Review of Applied Economics* 23 (2): 113-134.
- Orhangazi, Ö. 2008. Financialisation and Capital Accumulation in the non-financial Corporate Sector: A theoretical and empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics* 32 (6): 863–886.
- Power, D., G. Epstein, und M. Abrena. 2003. Trends in the Rentier Income Share in OECD Countries 1960-2000. *Political Economy Research Institute* Working Paper 58a.
- Reinhart, C., und K. Rogoff. 2009. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly.* Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, C., und V. Reinhart. 2008. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. NBER Working Paper No. W14321.
- Rodrik, D. 1998. Capital Mobility and Labor. Manuscript. http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/capitalm.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Rodrik, D., und A. Suramanian. 2009. Why Did Financial Globalization Disappoint? *Internationaler Währungsfonds*, IMF Staff Papers 56 (1): 112-38
- Shaw, E. 1973. Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press.
- Stiglitz, J. 2000. Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability. World Development 28 (6): 1075-86
- Stockhammer, E. 2004. Financialization and the Slowdown of Accumulation. Cambridge Journal of Economics 28 (5): 719-41.
- Stockhammer, E. 2008. Some stylized Facts on the finance-dominated Accumulation Regime. Competition and Change 12 (2): 189-207.
- Stockhammer, E. 2010. Financialization and the Global Economy. *Political Economy Research Institute* Working Paper 242.
- Stockhammer, E. 2010. Income Distribution, the finance-dominated Accumulation Regime and the present Crisis. In *The World Economy in Crisis The Return of Keynesianism?*, hrsg. S. Dullien, E. Hein, A. Truger, and T. van Treeck. Metropolis Verlag: Marburg.
- Stockhammer, E. 2013. Why have Wage Shares fallen? A Panel Analysis of the Determinants of functional Income Distribution. *ILO Working Paper* Conditions of Work and Employment Series No. 35.
- UNCTAD. 2008. Trade and Development Report 2008. New York: United Nations.
- UNCTAD. 2009. Trade and Development Report 2009. New York: United Nations.
- van Treeck, T. 2009. The Political Economy Debate on 'Financialisation' A Macroeconomic Perspective. *Review of International Political Economy* 16 (5): 907–944.
- Wolff, E. 2009. Recent Trends in Household Wealth in the United States. Rising Debt and the Middle Class Squeeze An Update to 2007. *Levy Economics Institute* Working Paper 589.

# Vermarktlichung, Finanzialisierung und das Austeritätsparadigma der europäischen Krisenbewältigung: Eine polanyische Perspektive

Alexander Ebner

### 1. Einleitung

Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt die Tendenz einer hegemonialen Positionierung der Finanzmärkte und ihrer Akteure in den wirtschaftlichen, politischen und sozialen Zusammenhängen des globalen Kapitalismus. Dieser Prozess ist nicht nur als wirtschaftlicher Strukturwandel aufzufassen. Er weist vielmehr eine gesamtgesellschaftliche Dimension auf, deren Verständnis für eine adäquate analytische Sichtweise unverzichtbar ist. Demnach wird im Folgenden vorgeschlagen, Finanzialisierung als Ausdruck eines gesellschaftlichen Vermarktlichungsprozesses zu begreifen, der die Ausweitung von Marktmechanismen in zuvor nicht-marktlich koordinierten gesellschaftlichen Feldern bewirkt und von politischen Akteuren unter Maßgabe strategischer Interessen durchgesetzt wird. Diese Sichtweise ist in den institutionalistischen Positionen Karl Polanyis verankert. Sie beziehen sich auf ein Verständnis von Vermarktlichungsprozessen als politisch geprägten, von gesellschaftlichen Sonderinteressen stimulierten und ideologisch abgesicherten historischen Vorgängen, die zu einer Entbettung von Marktmechanismen führen und damit auch das institutionelle Verhältnis von Staat und Markt neu definieren. Mit Bezug auf die aktuelle Problematik der kombinierten Finanz- und Fiskalkrise folgen aus dieser Konstellation spezifische Legitimationsprobleme, welche die polanyische Frage nach der Einbettung der Märkte in nicht-marktliche Koordinationsmechanismen neu stellen.

Diese Thematik wird folgendermaßen ausgeführt. Zunächst wird ein Konzept der Vermarktlichung vorgestellt, das auf Polanyis Überlegungen zur institutionellen Dynamik des Marktsystems rekurriert. Dabei wird betont, dass der Staat eine zentrale Rolle bei der politisch-administrativen Durchsetzung von Marktmechanismen spielt. Der darauf folgende Abschnitt diskutiert die Übertragung der polanyischen Perspektive auf das Phänomen der Finanzialisierung im Sinne der tendenziellen Hegemonie der Finanzmärkte und ihrer Akteure. Schließlich wird das dabei

50 Alexander Ebner

zum Tragen kommende widersprüchliche Verhältnis von Markt und Staat anhand der europäischen Austeritätsstrategie zur Bewältigung der Finanz- und Fiskalkrise illustriert. Dieser Modus der Krisenbewältigung beinhaltet eine politisch gewollte Ausdehnung von Vermarktlichungsprozessen, so dass die Finanzkrise paradoxerweise zum Ausgangspunkt weiterer Vermarktlichungsschübe wird.

# 2. Polanyis Theorie der Vermarktlichung

Die Ausbreitung von Marktmechanismen in bislang nicht-marktlich koordinierte gesellschaftliche Bereiche lässt sich als Vermarktlichung beschreiben. Dabei wird die Logik erwerbswirtschaftlicher Warenproduktion zum dominanten Strukturprinzip eines gesellschaftlichen Feldes (Ebner 2013). Zum Verständnis solcher Vermarktlichungsprozesse lässt sich Karl Polanyis Theorie der institutionellen Einbettung ökonomischer Prozesse heranziehen. Sie prägt die institutionalistischen Debatten innerhalb der Sozialwissenschaften, indem sie die soziale Konstruktion von Märkten als politischen Prozess begreift, der Gegenstand strategischer Interessen ist (Holmes 2012; Beckert und Streeck 2008). Polanyi beschreibt die kapitalistische Entwicklungsdynamik des 19. Jahrhunderts als "Doppelbewegung" aus staatlich durchgesetzter Marktexpansion und spontanen gesellschaftlichen Einhegungsversuchen (Polanyi 1944/2001, S. 79). Analytischer Kern dieser institutionellen Analyse des Entstehens von marktdominierten kapitalistischen Gesellschaften ist die These, dass in vormodernen Gesellschaftssystemen der Marktaustausch in nicht-marktliche Koordinationsformen – wie reziproken Verwandtschaftsbeziehungen oder zentralisierter staatlicher Umverteilung – eingebettet war (Polanyi 1977, S. 53). Erst mit dem Aufkommen von geldwirtschaftlichen Beziehungen und Faktormärkten für Arbeit und Boden wird der Marktmechanismus aus dieser Einbettung herausgerissen und zum dominanten gesellschaftlichen Strukturprinzip erhoben (Polanyi 1944/2001, S. 60). Demnach ist die Etablierung selbstregulierter Märkte keinesfalls das Ergebnis einer quasi natürlichen und spontanen Ordnungsbildung, wie es nach liberaler Lesart behauptet wird. Vielmehr wird die Freisetzung des Marktsystems von politischen und sozialen Beschränkungen staatlich forciert. Die Ausdehnung des Marktmechanismus über die gesamte Gesellschaft erforderte eine Umstrukturierung sozialer Beziehungen, begleitet von ausgedehnten Regulierungen und Interventionen, die im Laufe der Marktexpansion paradoxerweise zu einer expansiven Bürokratisierung des Staatsapparates führten. Vermarktlichung ist auf die Ausdehnung der Staatsaktivitäten zugunsten umfassender sozialer Kontrolle angewiesen (Polanyi 1944/2001, S. 145f.).

Allerdings musste das historisch im Laufe des 19. Jahrhunderts ausgebettete Marktsystem als dominante gesellschaftliche Ordnungsform versagen, weil es über

die Kommodifizierung der "fiktiven Waren" Boden, Arbeit und Geld die soziale Substanz der Gesellschaft volatilen Märkten aussetzte – und damit in ihrem Bestand bedrohte (Polanyi 1944/2001, S. 76f.). Vor allem die regulative Begrenzung des Warencharakters der Arbeit gehörte zum Kern der von breiten gesellschaftlichen Koalitionen getragenen Rückbettungsstrategien, deren Einwirkung unter anderem an wohlfahrtsstaatlichen Schutzbestimmungen festgemacht werden kann (Block 2003; Ebner 2011). Dabei reflektierte die "Doppelbewegung" ausbettender Vermarktlichung und rückbettender Markteinhegung einen ideologischen Konflikt organisatorischer Prinzipien, nämlich zwischen Wirtschaftsliberalismus, der selbstregulierende Märkte als gesellschaftlichen Ordnungsansatz auffasst, und dem sozialen Protektionismus, der darauf zielt, menschliche und natürliche Ressourcen vom Zugriff der Marktkräfte abzuschirmen (Polanyi 1944/2001, S. 138f.). Die interventionistische Einhegung der Märkte erwies sich jedoch als unvereinbar mit dem Marktmechanismus. Tatsächlich interpretiert Polanyi die Problematik der politischen Bewältigung von Instabilität und Krisen des Marktsystems als Ausgangsszenario einer interventionistischen Eskalationsspirale. Staatliche Interventionen verzerren die Marktpreise, die Instabilität der Märkte nimmt weiter zu, bis die Geldbasis der Märkte inflationär zersetzt wird. Historisch betrachtet kam es so in Europa ab Ende des 19. Jahrhunderts zu einer Eskalationsspirale aus politischer Intervention und ökonomischer Instabilität (Polanyi 1944/2001, S. 136f.). Die resultierenden Spannungen mündeten in die nationalen Rivalitäten des Ersten Weltkriegs, gefolgt von einer weiteren Periode der Unsicherheit, die schließlich die "große Transformation" der demokratisch verfassten europäischen Marktgesellschaften einleitete – zugunsten autoritärer Versuche, die für Marktgesellschaften typische institutionelle Entkoppelung von Wirtschaftssystem und politischem System aufzuheben (Polanyi 1944/2001, S. 210ff., S. 227f.). Die systematische Trennung von demokratischer, öffentlicher Politik und kapitalistischer, privater Marktwirtschaft gehört demnach zu den zentralen institutionellen Konfliktfeldern des Marktsystems (Polanyi 1944/2001, S. 185f.).

Bei der Bewertung dieser Argumentationslinie fällt auf, dass sie auf einem Marktbegriff aufbaut, der sich implizit auf Vorgaben der neoklassischen Wirtschaftstheorie bezieht. So erinnert Polanyis Problematisierung von Marktinterventionen an Positionen der liberalen Wiener Schule um Ludwig von Mises. Ein Motiv dieser theoretischen Pointe dürfte in Polanyis idealtypischem Verständnis von Wettbewerbsmärkten als preisregulierten Arenen für horizontale Tauschprozesse bestehen – ein Ansatz, mit dem sich Polanyi deutlich von keynesianischen Überlegungen zur endogenen Instabilität und konjunkturpolitischen Steuerbarkeit von Märkten absetzt (Dalton 1968, S. xxv; Hejeebu und McCloskey 1999; S. 302; Ebner 2011, S. 29f.). Gegen diese Sichtweise ließe sich darauf beharren, dass funktionsfähige Märkte von

52 Alexander Ebner

anspruchsvollen institutionellen und sozialen Bestandsvoraussetzungen abhängen, ganz im Sinne von Durkheims These der nicht-vertraglichen Voraussetzungen vertraglicher Transaktionen. Da Märkte historisch und empirisch auf komplexen sozialen Strukturen basieren, wären auch Polanyis eigene Positionen zur gesellschaftlichen Komplexität der Vermarktlichung gegen ein idealtypisch verengtes Marktverständnis anzuführen (Ebner 2008; Swedberg 2005). Bedeutsamer für das Verständnis von Polanyis Kritik des Marktinterventionismus ist allerdings die Frage nach dem Verhältnis von Markt und Staat, respektive von wirtschaftlichem und politischem System. Die von Polanyi behauptete Trennung von Marktsystem und demokratischer Politik ließe sich dann als historisch kaum haltbare Inkompatibilität von Kapitalismus und Demokratie interpretieren (Dale 2010, S. 87f.). Vielversprechender ist eine Interpretation mittels systemtheoretischer Motive. Das heißt, dass das Marktsystem als differenziertes Subsystem betrachtet wird, dessen Logik mit den systemfremden Interventionen des politischen Systems in Konflikt geraten muss. Polanyis These von der Dysfunktionalität wirtschaftspolitischer Marktinterventionen lässt sich so in eine Argumentation zur Komplexität der Steuerung selbstorganisierter Subsysteme übersetzen (Jessop 2001, S. 222f.). Damit wird zudem deutlich, dass die Frage der Rückbettung des Marktsystems für Polanyi in erster Linie eine politische Frage ist, die sich nicht an einfachen Marktregulierungen festmachen lässt, sondern unmittelbar an den Eigentums- und Ordnungsfragen des Marktsystems ansetzt und dabei Aspekte wie den Warencharakter der Arbeitskraft und die Sicherung von Lebensbedingungen jenseits volatiler Märkte in den Mittelpunkt stellt.

Vor diesem Hintergrund ist für das Verständnis von Vermarktlichungsprozessen aus Polanyischer Perspektive zunächst festzuhalten, dass vom Marktsystem eine normative Orientierungskraft ausgeht, die über Diskurse und Wertesysteme eine gesamtgesellschaftliche Wirkung entfaltet (Fourcade und Healy 2007, S. 299f.). Vermarktlichung impliziert also, dass die Expansion der Marktkoordinierung mit einer konflikthaften Neubestimmung von Regeln, Normen und Wertvorstellungen in bislang nicht-marktkoordinierten gesellschaftlichen Feldern einhergeht. Das heißt, dass die Vermarktlichung eine paradigmatische Reichweite entfaltet, deren Leitbildcharakter auch auf Akteure in nicht-marktlichen Feldern einwirken kann. Dabei können Vermarktlichungstendenzen auf die Marktsphäre selbst zurückfallen, im Sinne der Intensivierung eines an Renditemaximierung orientierten Anlage- und Verwertungskalküls, das sich jenseits zeitlicher und räumlicher Beschränkungen artikuliert. Die expansive Entwicklung und tendenzielle Hegemonie der Finanzmärkte, die begrifflich auch als Finanzialisierung gefasst wird, illustriert diesen Aspekt der Vermarktlichung. Zum einen werden bislang nicht-marktlich koordinierte gesellschaftliche Felder der Logik dieser Märkte unterworfen, während sich zum anderen auch etablierte Märkte an die flexiblen Strukturen der renditestarken Finanzmärkte anpassen müssen – und insofern selbst weiter vermarktlicht werden. Finanzialisierung wäre demnach als zentraler Bereich gesellschaftlicher Vermarktlichungsprozesse zu verstehen.

# 3. Finanzialisierung als Vermarktlichung

Das Finanzsystem gilt als Quelle fundamentaler Triebkräfte kapitalistischer Marktwirtschaften – die immer auch als Geldwirtschaften funktionieren (Streeck 2011a). Dabei ist die institutionelle und strukturelle Gewichtung einzelner Felder des Finanzsystems historischen Wandlungen unterworfen gewesen, welche die Interdependenzen zwischen Wirtschaftssystem und politischem System offen legen (Mayntz 2010). Vor diesem Hintergrund bezeichnet der Begriff der Finanzialisierung die tendenzielle wirtschaftliche, politische, soziale und kulturelle Hegemonie von Finanzmärkten, deren Akteuren, Motiven und Institutionen, im Wirtschaftsleben kapitalistischer Marktwirtschaften (Epstein 2005, S. 3). Damit werden sozialökonomische Strukturwandlungen in den atlantischen OECD-Ländern thematisiert, die seit den 1980er Jahren aufgebrochen sind und über analytisch komplementäre Konzepte wie Globalisierung, Post-Fordismus, oder Neoliberalismus abgebildet worden sind. Insgesamt geht es um das Aufkommen eines finanzmarktgetriebenen Entwicklungsmodus in der atlantischen OECD-Welt (Deutschmann 2005; Dore 2008; vgl. auch Stockhammer in diesem Band). Die für die Finanzialisierung maßgebliche Geschäftstätigkeit des Finanzsektors, der sich vornehmlich aus Finanzdienstleistern wie Banken, Versicherungen und Kapitalmarktfonds zusammensetzt, äußert sich durch Marktoperationen, die als Quelle von Gewinnen und Einkommen in der Form von Zinsen, Dividenden oder Kapitalerträgen erscheinen. Mit hoher Unsicherheit behaftete Anlagemöglichkeiten werden zur Quelle von Renditevorstellungen, welche die Potentiale anderer Branchen und Sektoren weit übertreffen – und diese damit unter einen anhaltenden Rentabilitätsdruck setzen. Unternehmensstrategien wie Shareholder-Value-Orientierung weisen in diese Richtung (Krippner 2005, S. 181f.).

Vor diesem Hintergrund wird aus den empirischen Mustern der Finanzialisierung unter unterschiedlichen theoretischen Prämissen gefolgert, dass sie als Ausdruck einer spezifischen Phase kapitalistischer Wirtschaftsentwicklung zu verstehen sei. Aus Sicht des Weltsystem-Ansatzes wird behauptet, dass die Finanzialisierung ein periodisches Phänomen sei, das im Rahmen historischer Zyklen die Krise einer hegemonialen weltwirtschaftlichen Konstellation ankündigt (Arrighi 1994; Arrighi und Silver 1999). Aus Sicht der Regulationstheorie bezeichnet die Finanzialisierung eine eigenständige Etappe kapitalistischer Wirtschaftsentwicklung, die dem fordistischen Regime von Massenproduktion und Massenkonsum nachgefolgt ist (Aglietta

54 Alexander Ebner

2000; Boyer 2000). In der deutschsprachigen Diskussion hat sich zu diesem Punkt der Begriff des Finanzmarktkapitalismus etabliert. Im Bereich der Finanzierungsinstrumente ersetzen marktgängige Aktien zunehmend bankenvermittelte Kredite, während Koppelungen zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft stärker über Marktbeziehungen statt relationale Interaktion zwischen Banken und Unternehmen organisiert sind (Windolf 2005, S. 23). Daraus folgt zum einen, dass die Realwirtschaft in zunehmendem Maß der Volatilität der Finanzmärkte ausgesetzt wird, während zum anderen Investmentfonds als Aktionäre strategischen Druck auf die Profitabilität von Unternehmen ausüben (Windolf 2005, S. 52f.). Die den Finanzmärkten eigenen Möglichkeiten zur intertemporalen Allokation von finanziellen Ressourcen unter der Bedingung systemischer Unsicherheit, erlaubt den Marktakteuren die Nutzung von räumlichen oder zeitlichen Arbitragemöglichkeiten. Dieser Bezug zur Ungewissheit als Quelle von Renditen dient zugleich der Begründung politischer Regulierungen zur Vermeidung von Marktversagen (Stiglitz et al. 1993). So ist die Finanzialisierung keine alternativlose Systemnotwendigkeit, sondern ein politischer Prozess, in dem gesellschaftliche Akteure strategische Interessen durchsetzen (Krippner 2011; Nölke 2009, S. 128f.).

Diese Zusammenhänge verweisen unmittelbar auf Polanyis Theorie der Vermarktlichung. Aus Polanyis Sicht ist das Phänomen der internationalen Finanzmärkte eng mit dem Währungssystem des Goldstandards gekoppelt. Geld gehört neben Arbeit und Boden zu den "fiktiven Waren", deren marktförmige Allokation maßgeblich zur wirtschaftlichen und sozialen Instabilität kapitalistischer Marktwirtschaften beigetragen hat. Entsprechend beruht das liberale Marktsystem, das Polanyi zufolge während des 19. Jahrhunderts etabliert wurde, nicht nur auf selbstregulierenden Märkten und einem wirtschaftsliberalen Staat, sondern auch auf der Machtbalance internationaler Politik sowie dem internationalen Währungssystem des Goldstandards (Polanyi 1944/2001, S. 3). Die geldpolitische Einflussnahme von Zentralbanken wäre dann als politische Beschränkung dieser Marktlogik zu verstehen. Auf die Finanzmärkte übertragen stellt sich die Frage der Reichweite des Marktmechanismus und seiner Einbettung in nicht-marktliche Koordinierungsformen. So lässt sich die Finanzialisierung mit Rückgriff auf Polanyi als Komponente eines Vermarktlichungsprozesses begreifen, der unter den Vorzeichen liberaler Marktideologien in verschiedenen gesellschaftlichen Feldern durchgesetzt worden ist - dabei aber zugleich Gegentendenzen hervorgerufen hat, die eine Eindämmung des Marktsystems erreichen wollen. Der Umbau sozialer Sicherungssysteme und wohlfahrtsstaatlicher Arrangements in den atlantischen OECD-Ländern ist nur eine Facette dieser komplexen Entwicklungen (Rieger und Leibfried 2002).

Aus Polanyischer Sicht ist die der Finanzialisierung zugrunde liegende Globalisierung der Finanzmärkte gleichbedeutend mit der Herausbildung einer globalen Warenfiktion, welche die geldwirtschaftliche Kohärenz einzelner Volkswirtschaften untergräbt (Polanyi-Levitt 2006, S. 152f.). Finanzialisierung wäre dann als Vermarktlichung des Finanzsystems zu begreifen. Im Sinne der Polanyischen "Doppelbewegung" entspricht die staatlich forcierte Expansion der Finanzmärkte einem ausbettenden Vermarktlichungsprozess in globalem Maßstab, der auf eine Gegenbewegung trifft, die sich um die regulative Rückbettung der Finanzmärkte bemüht (Helleiner 2000, S. 12f.). Die Durchsetzung von Marktprozessen und deren regulative Ordnung, die darauf abzielt, die ökonomische Effizienz der Finanzmärkte zu steigern, steht der Rückbettung der Finanzmärkte gegenüber, die eine Beschränkung der Marktlogik bezweckt. Entbettung und Rückbettung des Finanzsektors sind also von der grundsätzlichen Frage der Marktförmigkeit von Finanzbeziehungen nicht zu trennen. Insofern erweist sich die Finanzialisierung als Ausdruck eines weiter gefassten Vermarktlichungsprozesses. Dabei besteht ein maßgeblicher Unterschied zwischen der liberalen Weltwirtschaftsordnung des ausgehenden 19. Jahrhunderts und der aktuellen Globalisierungssituation in der jeweils unterschiedlichen Steuerungskapazität des Nationalstaates. Finanzialisierung ist demnach letztlich nur transnational steuerbar (Ebner 2011; Helleiner 2000, S. 25ff.).

Allerdings ist dieser Zusammenhang in institutionelle Rahmenbedingungen und Logiken eingebunden, die sich aufgrund des Fortwirkens nationalstaatlicher Einflüsse vor allem auf nationaler Ebene unterscheiden. Entsprechend lässt sich das Verhältnis des Finanzsystems zu anderen politisch-ökonomischen Subsystemen als zentraler Bestandteil national differenzierbarer "Varieties of Capitalism" anführen, die nach dem Ausmaß marktlicher und nicht-marktlicher Koordinationsformen differenziert werden (Hall und Soskice 2001; Crouch 2005; Ebner 2010a). Finanzialisierung bedeutet, dass vor allem jene Kapitalismusvarianten, die sich bislang durch ein hohes Maß an nicht-marktlicher Koordinierung ausgezeichnet haben, von finanzmarktgetriebenen Vermarktlichungsprozessen durchzogen werden. So ist der traditionell banken- und kreditbasierte deutsche Finanzsektor zunehmend Terrain finanzmarktorientierter Geschäfte (vgl. auch Beyer und Wolf 2013; sowie Scherrer in diesem Band). Die Vermarktlichung der Finanzbeziehungen geht mit deren zunehmender staatlicher Gestaltung einher - was unmittelbar zur Finanzialisierung des Wirtschaftssystems insgesamt beiträgt. Dabei kommt es aber keinesfalls zu einer eindeutigen Konvergenz in Richtung des liberalen Modells. Vielmehr vertiefen sich die Formen einer institutionellen Hybridisierung, welche die Strukturelemente marktlicher und nicht-marktlicher Koordinierung in den jeweiligen Volkswirtschaften neu kombiniert (Lütz 2005, S. 294f., S. 313f.; Vitols 2006; Streeck 2009).

56 Alexander Ebner

Ähnliche Prozesse der Vermarktlichung und Neuordnung von Finanzbeziehungen haben sich in liberalen Marktwirtschaften wie Großbritannien und den Vereinigten Staaten abgespielt, wobei auch hier die Finanzialisierung politisch gestaltet worden ist (Lütz 2002; Busch 2003). Trotz des politisch gestützten institutionellen Beharrungsvermögens nationaler Entwicklungspfade bleiben die internationalen Finanzmärkte für staatliche Regulierungsbemühungen weiterhin kaum zugänglich. So haben sich die im Laufe der aktuellen Finanzkrise geäußerten Erwartungen zur politischen Einhegung der Finanzmärkte nicht bestätigt. Stattdessen hat sich die Finanzkrise zu einer Fiskalkrise ausgeweitet. Mit Bezug auf Polanyi wird aus diesen paradoxen Zusammenhängen der politische Gehalt der Vermarktlichung deutlich. Der europäische Modus der Krisenbewältigung durch Austeritätsprogramme illustriert diese Zusammenhänge besonders deutlich.

# 4. Das Austeritätsparadigma der europäischen Krisenbewältigung: Eine polanyische Perspektive

Die seit 2007 anhaltende internationale Finanzkrise ist bei vielen Beobachtern zunächst mit der Erwartung verbunden gewesen, dass das Paradigma selbstregulierter Märkte rasch abgelöst werden würde. Auch wenn die europäischen Stabilisierungsprogramme eine keynesianisch inspirierte Beruhigung der Finanzmarktakteure implizieren, sind sie keinesfalls auf eine Rückbettung von Marktprozessen im Sinne Polanyis ausgerichtet. Tatsächlich haben vor allem die atlantischen OECD-Staaten als "lenders of last resort" zur Bewältigung der Finanzkrise gewaltige Schuldenlasten in ihren öffentlichen Haushalten angehäuft, die nun in eine Fiskalkrise münden. Auf absehbare Zeit drohen anhaltende Budgetdefizite mit weitreichenden Einschränkungen politischer Handlungsspielräume (Streeck und Mertens 2010; Streeck 2011b). So ergibt sich die paradoxe Situation, dass das Versagen der Finanzmärkte einer weiteren Expansion von Marktmechanismen sogar noch Vorschub leistet. Die Krisenverarbeitung in der Europäischen Union bietet passendes Anschauungsmaterial zur Illustration dieser Zusammenhänge (Wittmann 2011). Im Kern der entsprechenden Debatten zur Krisenlösung geht es immer auch um das Verhältnis von Staat und Markt, respektive von öffentlich verhandelter Demokratie und privat koordinierten Marktprozessen.

Tatsächlich hat der rapide Anstieg der Staatsverschuldung dazu geführt, dass auch vor dem Hintergrund der unter Druck geratenen Währungsunion ein länder- übergreifendes Schuldenmanagement für den Euroraum etabliert wurde. Dabei haben sich die als Schuldner auftretenden europäischen Nationalstaaten und die als Gläubiger auftretenden privaten Akteure des Finanzsektors an Verhandlungen über

Zahlungsgarantien und Umstrukturierungen beteiligt, die einem anhaltenden Vertrauensverlust auf der Seite der privaten Anleger entgegenwirken sollten. Zugleich werden in den Schuldnerstaaten strikte Sparprogramme verkündet; auch dies mit dem Ziel, bei den Finanzmarktakteuren positive Erwartungshaltungen zu generieren. Institutionelle Sicherungen einer glaubhaft selbstverpflichteten Sparpolitik werden auf nationalstaatlicher Ebene über rechtliche Mittel wie die "Schuldenbremse" umgesetzt. Weiterreichende intergouvernementale oder supranationale Kollektivregelungen wirken unmittelbar auf die staatliche Haushaltssouveränität – und damit auf ein Kernelement moderner Staatlichkeit. So wird die Europäische Union zu einer "Austeritätsgemeinschaft", die sich unter Einbezug internationaler Akteure wie dem Internationalen Währungsfonds auf ein gemeinsames Programm des Schuldenabbaus verpflichtet (Beckert und Streeck 2012).

Dabei ist die Politik der Austerität als Fortsetzung des angebotspolitisch verkürzten Paradigmas der Wettbewerbsfähigkeit und der Strukturanpassung identifizierbar, das Motive zum Abbau der Staatsverschuldung der 1980er Jahre und der Reform des Wohlfahrtsstaates der 1990er Jahre aufgreift (Scharpf 2002). In diesem Sinne liegt kein wirtschaftspolitischer Paradigmenwechsel vor, vielmehr ist eine diskursive Verschiebung zu diagnostizieren. Tatsächlich wird das Ziel der Wettbewerbsfähigkeit seit den 1990er Jahren auf internationaler Ebene vor allem von der OECD propagiert - hier primär im Einklang mit einer globalisierungs- und technologiebedingten Transformation moderner Industriegesellschaften. Im Unterschied dazu bezieht sich der europäische Diskurs deutlicher auf die wirtschafts- und gesellschaftspolitische Absicherung der Wirtschafts- und Währungsunion, analog zu den Erfordernissen außenwirtschaftlicher Wettbewerbsfähigkeit (Ebner 2007). Entsprechende wirtschaftspolitische Programme werden regelmäßig als sachlogisch "alternativlos" kommuniziert. Sie artikulieren einen normativen Gehalt, der dazu angetan ist, unpopuläre Politikmaßnahmen diskursiv zu rechtfertigen und nationalen Besonderheiten anzupassen (Schmidt 2000). Die europäischen Austeritätsprogramme können also auf Diskurse zurückgreifen, die es erlauben, die Sachzwangargumente der Finanz- und Fiskalkrise einem länger etablierten, marktorientierten Politikparadigma zuzuordnen (Ebner 2012).

Dass dieses Austeritätsparadigma die Inkonsistenzen und Widersprüche der europäischen Integration weiter verschärft, zeigt sich anhand der Vielzahl offener Probleme im institutionellen Gefüge der Krisenbewältigungsmaßnahmen; hier bleibt die Diskussion zur Reform der europäischen Governance-Strukturen aktuell (Ebner 2010b). So deutet sich hier ein Modus der Krisenbewältigung an, dessen Legitimität auf technokratische Sachzwänge statt auf demokratische Partizipation setzt. In diesem Sinne fördert die Bewältigung der Finanz- und Fiskalkrisen über Auste-

58 Alexander Ebner

ritätsprogramme eine tendenzielle Entdemokratisierung der wirtschaftlichen und politischen Systeme (Streeck 2011b). Der technokratisch verbrämte staatliche Steuerungsanspruch mittels öffentlicher Risikoübernahme, führt zur Verlagerung der Legitimationsproblematik in der Krisenbewältigung auf das chronisch überforderte politische System. Das Versagen der Finanzmärkte wird von einem überschuldungsbedingten Staats- und Politikversagen überlagert. Letztlich münden diese Entwicklungen in eine Legitimationskrise demokratischer Politik, wie sie schon von Polanyi für zeitgenössische Entwicklungen diagnostiziert worden ist. Die Vermarktlichung führt zwar zu einer paradox erscheinenden Ausdehnung staatlicher Handlungsfelder in der Organisation der Marktprozesse, zugleich fördert sie eine potentielle Delegitimierung des politischen Systems.

Hier zeigt sich die analytische Attraktivität eines an Polanyi orientierten Ansatzes zum Verständnis der finanzmarktgetriebenen Entwicklungsmuster kapitalistischer Marktwirtschaften: sie resultiert aus der zentralen Rolle politischer Auseinandersetzungen um die institutionelle Einbettung von Märkten (Streeck 2009, S. 254ff.). Das auf Polanyi rekurrierende Konzept der Vermarktlichung räumt diesen politischen Prozessen eine zentrale Rolle ein. Es ist ergebnisoffen, weil es Vermarktlichung keinesfalls nur als funktionale Bedingung gesellschaftlicher Differenzierung begreift, sondern statt dessen die interessengeleitete politische Dimension ergebnisoffener Aushandlungsprozesse betont. Tatsächlich ist es eine charakteristische Funktion demokratischer Politik, immer wieder neue gesellschaftliche Übereinkünfte zum institutionell variablen Verhältnis von Markt und Staat herzustellen (Czada 2004, S. 18f.). In diesem Sinne ist auch die Finanzialisierung eine Komponente solcher politisch bestimmten Vermarktlichungsprozesse, deren institutionelle Dynamik von konkreten sozialen Interessenlagen bestimmt wird (Evans 2008, S. 273f.). Die widersprüchliche und konfliktbehaftete europäische Austeritätsstrategie zur Bewältigung der Finanz- und Fiskalkrise unterstreicht diese politische Bestimmung institutionellen Wandels.

#### 5. Fazit

Die aktuellen Finanzialisierungsprozesse, die eine Tendenz zur wirtschaftlichen und politischen Hegemonie der Finanzmärkte und ihrer Akteure reflektieren, können im Sinne Polanyis als Komponenten eines gesamtgesellschaftlichen Vermarktlichungsprozesses gedeutet werden. Vermarktlichung bedeutet hier, dass bislang nicht-marktlich koordinierte gesellschaftliche Felder, zu denen auch das Wirtschaftssystem selbst gehört, von Marktmechanismen durchzogen und der Marktkoordinierung zugänglich gemacht werden. Zur Vermarktlichung gehören dann nicht nur institutionelle

Strukturen im Sinne marktorientierter Regeln und Normen sowie entsprechender Handlungskalküle, sondern auch ideologische Vorgaben, die den Marktprozess gesellschaftlich legitimieren. Dieser Zusammenhang erklärt, warum die politisch-ökonomische Hegemonie der Finanzmärkte und ihrer Akteure durch die internationale Finanzkrise nicht grundlegend erschüttert worden ist. So lässt sich annehmen, dass die Logik der Finanzmärkte deshalb hegemonial geblieben ist, weil die Finanzkrise keinen Bruch mit den seit den 1980er Jahren in den OECD-Ländern sichtbaren Vermarktlichungstendenzen bewirkt hat.

Der Staat ist ein zentraler Akteur der Vermarktlichung, Das zeigt sich nicht nur in der politischen Vorbereitung und Begleitung der Finanzialisierung, sondern auch im Modus der Krisenbewältigung. Die europäischen Austeritätsprogramme zielen darauf ab, die wegen der Stabilisierung der Finanzmärkte massiv gestiegene öffentliche Verschuldung abzubauen und die Zahlungsfähigkeit der Schuldnerstaaten aufrechtzuerhalten. Dabei bewirken sie einen weiteren Vermarktlichungsschub, der vor allem die südeuropäischen Schuldnerländer trifft. Zudem haben die staatlichen Stützungsmaßnahmen nicht nur zur temporären Beruhigung der Finanzmarktakteure beigetragen, sondern den öffentlichen Legitimationsdruck der Krisenbewältigung auf den Staat und das politische System insgesamt transferiert. Die Legitimationsproblematik betrifft also paradoxerweise weniger das Marktsystem selbst, sondern vielmehr den überschuldeten Staat, der zuvor mit öffentlichen Mitteln für die Stabilisierung der Märkte gesorgt hat. Zugleich ist aus Polanyis Thesen zur Entkoppelung von politischen und wirtschaftlichen Subsystemen zu folgern, dass das technokratische Muster der Marktstabilisierung keine nachhaltige Lösung der systemischen Probleme des Finanzsektors bewirken kann. Die Frage nach dem Verhältnis von Vermarktlichung, Staat und Demokratie stellt sich daher nicht nur für das politische System, sondern auch für das gesamte Wirtschaftssystem.

#### Literatur

Aglietta, M. 2000. Ein neues Akkumulationsregime: Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand. Hamburg: VSA. Arrighi, G. 1994. The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times. London: Verso. Arrighi, G., und B. Silver. 1999. Chaos and Governance in the Modern World System. Minneapolis: University of Minnesota Press.

Beckert, J., und W. Streeck. 2008. Economic Sociology and Political Economy: A Programmatic Perspective. *Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung* MPIFG Working Paper 08/4.

Beckert, J., und W. Streeck. 2012. Die Fiskalkrise und die Einheit Europas. Aus Politik und Zeitgeschichte (4): 7-17.

60 Alexander Ebner

Block, F. 2003. Karl Polanyi and the Writing of The Great Transformation. *Theory and Society* 32 (2): 275-306. Boyer, R. 2000. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? *Economy and Society* 29 (1): 111-145.

- Busch, A. 2003. Staat und Globalisierung. Das Politikfeld Bankenregulierung im internationalen Vergleich. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Crouch, C. 2005. Capitalist Diversity and Change. Recombinant Governance and Institutional Entrepreneurs. Oxford: Oxford University Press.
- Czada, R. 2004. Grenzprobleme zwischen Politik und Markt. In *Politik und Markt, PVS-Sonderheft 34*, hrsg. R. Czada, und R. Zintl, 11-30. Wiesbaden: VS Verlag.
- Dale, G. 2010. Karl Polanyi: The Limits of the Market. Cambridge: Polity.
- Dalton, G. 1968. Introduction. In Primitive, Archaic, and Modern Economies: Essays of Karl Polanyi, hrsg. G. Dalton, ix-liv, New York: Anchor.
- Deutschmann, C. 2005. Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise. In *Finanzmarktkapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, hrsg. P. Windolf, 58-84. Wiesbaden: VS Verlag.
- Dore, R. 2008. Financialization of the Global Economy. *Industrial and Corporate Change* 17 (6): 1097-1112. Ebner, A. 2007. Die europäische Beschäftigungsstrategie in der Reform des Wohlfahrtsstaats Aktive Ar-
- Ebner, A. 2007. Die europäische Beschäftigungsstrategie in der Reform des Wohlfahrtsstaats Aktive Arbeitsmarktpolitik, aktivierende Sozialpolitik und das Leitbild der Wettbewerbsfähigkeit. In *Keine Arbeit und so viel zu tun*, hrsg. H. Peukert, 195-217, Münster: Lit.
- Ebner, A. 2008. Introduction: The Institutions of the Market. In *The Institutions of the Market: Organisa*tions, Social Systems, and Governance, hrsg. A. Ebner, und N. Beck, 1-20, Oxford und New York: Oxford University Press.
- Ebner, A. 2010a. Varieties of Capitalism and the Limits of Entrepreneurship Policy: Institutional Reform in Germany's Coordinated Market Economy. *Journal of Industry, Competition and Trade* 10 (3-4): 319-341.
- Ebner, A. 2010b. European Governance, Policy Entrepreneurship, and the Discourse of Reform: An Institutionalist Assessment. *International Journal of Public Policy* 5 (4): 314-330.
- Ebner, A. 2011. Transnational Markets and the Polanyi Problem. In Karl Polanyi, Globalisation and the Potential of Law in Transnational Markets, hrsg. C. Joerges und J. Falke, 19-41. Oxford: Hart.
- Ebner, A. 2012. Austerität oder Innovation? Perspektiven einer nachhaltigen europäischen Wirtschaftspolitik. Wirtschaftsdienst 4: 12-15.
- Ebner, A. 2013. Theorie der Vermarktlichung: Ein institutionalistischer Ansatz. Österreichische Zeitschrift für Soziologie 13 (im Erscheinen).
- Epstein, G. A. 2005. Introduction: Financialization and the World Economy, In *Financialization and the World Economy*, hrsg. G. A. Epstein, 3-16. Cheltenham: Elgar.
- Evans, P. 2008. Is An Alternative Globalization Possible? *Politics and Society* 36 (2): 271-305.
- Fourcade, M., und K. Healy. 2007. Moral Views of Market Society. Annual Review of Sociology 33: 285-311.
- Hall, P. A. und D. Soskice. 2001. An Introduction to Varieties of Capitalism. In Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage, hrsg. P. A. Hall, und D. Soskice, 1-68. Oxford: Oxford University Press.
- Hejeebu, S. und D. McCloskey. 1999. The Reproving of Karl Polanyi. Critical Review 16 (3-4): 285-314.
- Helleiner, E. 2000. Globalization and Haute Finance Déja Vu? In Karl Polanyi in Vienna: The Contemporary Significance of The Great Transformation, hrsg. K. McRobbie, und K. Polanyi-Levitt, 21-31. Montréal und New York: Black Rose.
- Holmes, C. 2012. Problems and Opportunities in Polanyian Analysis Today. Economy and Society 41 (3): 468-484.
  Jessop, B. 2001. Regulationist and Autopoieticist Reflections on Polanyi's Account of Market Economies and Market Society. New Political Economy 6 (2): 213-232.
- Krippner, G. 2005. The Financialization of the American Economy. Socio-Economic Review 3 (2): 173-208.

  Krippner, G. 2011. Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge: Harvard
- Krippner, G. 2011. Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge: Harvard University Press.
- Lütz, S. 2002. Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Frankfurt: Campus.

- Lütz, S. 2005. Der deutsche Finanzsektor zwischen Deregulierung und Reregulierung. In Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, hrsg. P. Windolf, 294-315. Wiesbaden: VS Verlag.
- Mayntz, R. 2010. Die transnationale Ordnung globalisierter Finanzmärkte: Was lehrt uns die Krise? *Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung* MPIfG Working Paper 10/8.
- Nölke, A. 2009. Finanzkrise, Finanzialisierung und Vergleichende Kapitalismusforschung. Zeitschrift für Internationale Beziehungen 16 (1): 123-139.
- Polanyi, K. 1944/2001. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time.* Boston: Beacon. Polanyi, K. 1977. *The Livelihood of Man*, hrsg. H. W. Pearson. New York: Academic Press.
- Polanyi-Levitt, K. 2006. Keynes and Polanyi: The 1920s and the 1990s. Review of International Political Economy 13 (1): 152-177.
- Rieger, E., und S. Leibfried. 2002. Grundlagen der Globalisierung: Perspektiven des Wohlfahrtsstaates, 2. Aufl. Frankfurt: Suhrkamp.
- Scharpf, F. 2002. The European Social Model: Coping with the Challenges of Diversity. Journal of Common Market Studies 40 (4): 645-670.
- Schmidt, V. A. 2000. Values and Discourse in the Politics of Adjustment. In Welfare and Work in the Open Economy, Bd. I. hrsg. F. W. Scharpf, und V. A. Schmidt, 229-309. Oxford: Oxford University Press.
- Stiglitz, J. E., J. Jaramillo-Vallejo, und Y. C. Park. 1993. The Role of the State in Financial Markets. World Bank Research Observer Annual Conference on Development Economics Supplement: 19-61.
- Streeck, W. 2009. Re-Forming Capitalism: Institutional Change in the German Political Economy. Oxford: Oxford University Press.
- Streeck, W. 2011a. Taking Capitalism Seriously: Towards an Institutional Approach to Contemporary Political Economy. *Socio-Economic Review* 9 (1): 137-167.
- Streeck, W. 2011b. The Crisis in Context: Democratic Capitalism and Its Contradictions. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung MPIFG Discussion Paper 11/15.
- Streeck, W., und D. Mertens. 2010. Politik im Defizit: Austerität als fiskalpolitisches Regime. Der Moderne Staat 3: 7-29.
- Swedberg, R. 2005. The Economic Sociology of Capitalism: An Introduction and Agenda. In *The Economic Sociology of Capitalism*, hrsg. V. Nee, und R. Swedberg, 3-39. Princeton: Princeton University Press.
- Vitols, S. 2006. Das "deutsche Modell" in der politischen Ökonomie. In Gibt es einen deutschen Kapitalismus?, hrsg. V. Berghahn, und S. Vitols, 44-61. Frankfurt: Campus.
- Windolf, P. 2005. Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In *Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, hrsg. P.Windolf, 20-57. Wiesbaden: VS-Verlag.
- Wittmann, W. 2011. Von der Finanzkrise zur Schuldenkrise. Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften 62 (1): 40-55.

# Finanzialisierung, Neoliberalismus und der deutsche Ordoliberalismus in der EU-Krisenbewältigung

Brigitte Young

# 1. Einleitung

Der Begriff der Finanzialisierung wird verwendet, um den Bedeutungszuwachs der institutionellen Strukturen der globalen Finanzmärkte – einschließlich neuerer Akteure wie Investment- und Pensionsfonds und der gestiegenen Attraktivität von Anlagen – sowie eine hermetische Finanzkultur, die durch ein logisches, mathematisches und abstraktes Denken der Akteure geprägt ist, zu charakterisieren (Epstein 2005, S. 3; Heires und Nölke in diesem Band). In den 1980er Jahren wurden diese Veränderungen gemeinhin noch unter dem Begriff der Globalisierung beschrieben. Aber die quantitativen Veränderungen durch die Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte, die Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen, die Dominanz des Shareholder-Value-Ansatzes in der Unternehmensfinanzierung sowie die Verbreitung der Kredit- und Anlagemärkte für Privatkunden haben eine qualitative Veränderung hin zu einem Finanzkapitalismus eingeleitet, der die Handlungsfähigkeit der Staaten sowie auch die Produktionsregime und deren Finanzierung seither stark beeinflusst (Strange 1986; Windolf 2005).

Dieser institutionelle Wandel, der in den 1970er Jahren in den angelsächsischen Ländern seinen Ursprung hatte, ist ausschlaggebend für den Wandel der makroökonomischen Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft. Zur selben Zeit verändern diese Strukturen die nationalstaatlichen, regionalen und lokalen Rahmenbedingungen in Richtung jenes new constitutionalism (Gill 1998), der sich weltweit als neue finanzdominierte und disziplinierende Governance-Struktur herauskristallisiert. Mit dem Begriff der Finanzialisierung wird auf der nationalen und internationalen Ebene eine Machtverschiebung konstatiert, die die traditionelle Sichtweise des Kapitalismus, wonach der Finanzsektor zur Unterstützung der Realökonomie dient, auf den Kopf stellt. Die Dominanz der Finanzmärkte verkörpert eine strukturelle Macht (Strange 1986) der angelsächsischen Finanzwelt mit teilweise negativen Folgen durch die Fixierung auf den Shareholder-Value (Aglietta 2000; Froud et al. 2000; Young und Hegelich 2003) sowie den Einfluss auf das gesellschaftliche Alltagsleben durch den

64 Brigitte Young

zunehmenden Druck der "financialization of every day life" (Langley 2008; Montgomerie und Young 2011). Finanzialisierung ist somit ein Synonym für die Verselbstständigung eines Finanzkapitalismus, der in der Politikwissenschaft und der Internationalen Politischen Ökonomie (IPÖ) auch mit den marktförmigen Normen und Werten des Neoliberalismus assoziiert wird.

Zwar hat der "Varieties of Capitalism"-Ansatz (Hall und Soskice 2001) versucht, die neoliberale Konvergenz-Theorie durch die Gegenüberstellung unterschiedlicher institutioneller Formen von Kapitalismen zu widerlegen und einen Systemunterschied zwischen einer angelsächsischen liberalen Marktökonomie und einer koordinierten rheinischen oder skandinavischen Variante des Kapitalismus vorgeschlagen. Zunehmend scheint sich aber die Position zu verhärten, dass auch das deutsche Modell weitreichende Prozesse der Neoliberalisierung durchlaufen hat. Inzwischen, so das Argument von Bruff und Ebenau (2012), ist Deutschland genauso neoliberal wie Großbritannien und exportiert diese Politik in den europäischen Währungsraum. Im Unterschied dazu sieht Nölke (2012) die Ursachen für die zunehmende deutsche Neoliberalisierung weniger innenpolitischen Zwängen geschuldet, sondern macht vielmehr die Liberalisierungspolitik der Europäischen Union als Hauptantriebskraft der neoliberalen Erosion des organisierten Kapitalismus aus (vgl. auch Wigger und Nölke 2007).

Wenn wir es nun mit einer zunehmenden Konvergenz eines regulatorischen Wandels hin zu einem neoliberalen Paradigma von globalen Finanzialisierungsprozessen zu tun haben, die die unterschiedlichen Systeme der Kapitalismen nivellieren, dann stellt sich aber doch die Frage, ob diese Betrachtung nicht zu oberflächlich ist. Denn die Ideen und Normen eines angel-sächsischen neoliberalen Finanzkapitalismus unterscheiden sich, so mein Argument im Gegenteil zu Ebner (in diesem Band), grundsätzlich von den Ideen eines strikten Ordnungsrahmens für die Finanz- und Währungspolitik, wie wir dies derzeit in der deutschen Krisenregulierung der Eurozone erleben. Deutschland erntet massive Kritik von seinen Nachbarn "for its monetary policy, its inflexibility on austerity measures, its rigid legal approach to treaty change and its selfish view of trade imbalances" (Dullien und Guérot 2012, S. 1). Gerade in der Frage der Stabilitätspolitik kommt die intellektuelle Tradition des Ordoliberalismus zum Tragen, die sich wesentlich von den Ansichten anderer Ökonomen innerhalb und außerhalb der Eurozone unterscheidet. Denn die von Deutschland geforderte Austeritätspolitik für die Schuldnerstaaten ist meiner Ansicht nach nicht Ausdruck radikaler Freiheit der Finanzmärkte und spiegelt auch nicht die Dominanz neoliberaler Ideologie wider (vgl. gegenteilig Bruff und Ebenau 2012). Die Verfolgung von Preisstabilität als oberstem Ziel setzt eine Ordnungspolitik mit strikten Regeln für die Geld- und Fiskalpolitik voraus, die Deutschland durch den Fiskalpakt und eine Schuldenbremse auf europäischer Ebene einfordert.¹ Im Unterschied zum Neoliberalismus und dessen Vertrauen in die freien und selbstregulierenden Markt-kräfte argumentieren die Ordoliberalen (auch Freiburger Schule genannt), dass der Markt einen strikten Ordnungsrahmen benötigt, der Prinzipien festlegt, die automatisch die Währungsverfassung und eine allgemeine Wirtschaftsverfassung befolgen, um dadurch "mögliches Fehlverhalten der (politischen) Verantwortlichen" auszuschließen (Issing 2000, S. 2).

Der Aufsatz ist folgendermaßen gegliedert. Im zweiten Teil werden die unterschiedlichen Normen und Prämissen von Neoliberalismus und Ordoliberalismus vorgestellt, um anschließend das Verhältnis von Neoliberalismus und Finanzialisierung sowie Ordoliberalismus und Finanzialisierung zu klären. Die Literatur beschäftigt sich zwar mit der Frage, ob Finanzialisierung der Motor für den Neoliberalismus ist oder umgekehrt (Fine 2010; French et al. 2011), aber der Frage, ob die Dominanz der globalen Finanzmärkte gleichermaßen die ordoliberalen Prämissen der deutschen Preisstabilität in Richtung einer neoliberalen Finanzialisierung außer Kraft gesetzt haben wird weit weniger nachgegangen. WissenschaftlerInnen haben mit Recht darauf hingewiesen, dass die "finance market narrative" (Froud et al. 2006) auch das deutsche Finanzsystem in den 1990er Jahren einem starken Liberalisierungsdruck ausgesetzt hat (Lütz 2002). Ob dies bereits mit einer neoliberalen Finanzialisierung gleichgesetzt werden kann, ist weiterhin eine offene Frage. Tatsache aber ist, dass die Finanz- und Euro(Banken)krise seit 2007 in Deutschland eine starke Rückbesinnung auf einen vertraglich geregelten Ordnungsrahmen für den europäischen Finanzsektor hervorgerufen hat. Ziel des Ordoliberalismus ist es, wie dies derzeit Bundeskanzlerin Merkel und ihre Berater in der Euro-Schuldenkrise verfolgen, einen vertraglichen Ordnungsrahmen in der Eurozone durchzusetzen, um die Auswirkungen der globalen neoliberalen Finanzialisierung (insbesondere auf den Anleihenmärkten) durch Regeln zu bändigen.

Um die Macht der ordoliberalen Position der Freiburger Ökonomen aufzuzeigen, wird im vierten Teil dann der deutsche Ökonomenstreit hinsichtlich der Beschlüsse des EU-Gipfeltreffens im Juni 2012 zur Einführung einer Bankenunion dargestellt. Dieser Streit hatte zur Folge, dass ordoliberale Ökonomen um ifo-Chef Hans-Werner Sinn und den Dortmunder Wirtschaftsstatistiker Walter Krämer die kollektive Haftung für die Schulden der Banken des Eurosystems in einem FAZ-Artikel strikt ablehnten. Dieser Aufruf wiederum rief einen Proteststurm von deutschen und internationalen (Neo-)Keynesianern hervor. Dieser Streit zeigt exemplarisch die agen-

Die Darstellung der deutschen ordoliberalen Geldstabilitätskultur bedeutet nicht, dass diese Politik hier verteidigt werden soll. Es geht lediglich darum, die unterschiedlichen theoretischen Prämissen des Ordoliberalismus und Neoliberalismus hinsichtlich der Finanzialisierungprozesse in der Europäischen Union aufzuzeigen.

66 Brigitte Young

da-setting-Macht der ordoliberalen Position in der europäischen Krisenregulierung, die von der Deutschen Bundesbank durch ehemalige Chefökonomen der EZB wie z.B. Axel Weber und Jürgen Stark und dem derzeitigen Bundesbankpräsidenten Jens Weidmann vertreten wird und sich von internationalen und deutschen Postkeynesianern sowie neoliberalen Schulen abgrenzt. Die Eurokrise und die umstrittene (deutsche) Krisenregulierung zeigen aus meiner Sicht, dass wir hier nicht von neoliberalen Finanzialisierungsprozessen ausgehen können. Stattdessen stellt sich vielmehr die Frage, ob die deutsche (durchaus starre) Fokussierung auf vertragsrechtliche Festschreibung einer restriktiven und unabhängigen Europäischen Zentralbank die angelsächsischen neoliberalen Finanzialisierungsprozesse zu umgehen versucht, indem sie für die deregulierten Finanzmärkte einen institutionellen Ordnungsrahmen schafft, der dem "Casinospiel auf den Finanzmärkten" enge Grenzen setzt. Oberflächlich betrachtet kann man zwar die Prozesse der deutschen europäischen Austeritätspolitik als neoliberale angelsächsische Ideologie bezeichnen, aber theoretisch (wenn nicht in Realität) widerspricht der Ordoliberalismus dem Primat der neoklassischen Ökonomie und der neoliberalen Finanzialisierung (Young 2012).

# 2. Die Prämissen des Neoliberalismus und Ordoliberalismus in der Finanzpolitik

Der vorliegende Versuch, die Begriffsverwirrungen des Neoliberalismus und Ordoliberalismus zu entzerren, zeigt einerseits die porösen Grenzen dieser Schulen, andererseits aber auch eine fragwürdige wissenschaftliche Unbefangenheit, mit der diese Begriffe für die Dominanz der Finanzialisierungsprozesse der letzten drei Dekaden verwendet werden (Young 2013). Die Begriffsverwirrung ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die späteren deutschen Ordoliberalen (auch Freiburger Schule genannt) in den 1930er Jahren den Begriff "Neoliberalismus" wählten, um sich von dem angelsächsischen laissez-faire-Liberalismus zu distanzieren. Anlässlich eines Symposiums zu Ehren der Veröffentlichung von Walter Lippmanns The Good Society in Paris 1938 wurde die Doktrin des Liberalismus abgelehnt und mit der neuen Wortschöpfung "Neoliberalismus" ein dritter Weg eingeschlagen, der menschliches Handeln nicht auf ökonomische Prozesse reduziert. Die Entwicklung einer neuen ökonomischen Schule des Neoliberalismus kann nur im Kontext des Scheiterns der damaligen liberalen Wirtschaftstheorie und der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre verstanden werden. Gleichzeitig wurde mit dem Neoliberalismus jeglicher Form des Totalitarismus (Faschismus sowie Kommunismus) eine Absage erteilt. Zu dieser neuen neoliberalen Bewegung versammelten sich in Paris Walter Eucken, Franz Böhm, Wilhelm Röpke, Alexander Rüstow, Alfred Müller-Armack und auch Friedrich August von Hayek. Die 1930er Neoliberalen (die sich dann nach dem Zweiten Weltkrieg als Ordoliberale oder Freiburger Schule bezeichneten) kritisierten, dass der *laissez-faire*-Liberalismus keine Spielregeln für die Lenkung der ökonomischen Prozesse hat. Dadurch entwickeln sich unkontrollierte und spontane Monopole und Oligopole, die den Markt und die gesetzlichen Rechtsordnungen verzerren. *Laissez-faire* ist deshalb destruktiv, weil private Macht sich der Märkte und des Staates bemächtigt. Weder die private wirtschaftliche Macht durch Kartelle eines *laissez-faire*-Kapitalismus, noch der Gegenentwurf einer staatlichen Zwangsmonopolmacht ist die Antwort für die Schaffung einer gerechten ökonomischen Ordnung. Wie Walter Eucken betont, kann wirtschaftliche Macht niemals durch weitere Konzentration der Macht gelöst werden (vgl. Berghahn 2010). Nur in einer politisch verfassten, institutionalisierten und staatlich organisierten Ordnungspolitik (*Ordo*) können sich ökonomische Prozesse frei entfalten (Berghahn und Young 2012; Young 2013).

Ein zentraler Aspekt dieser Ordnungspolitik ist die vertragsrechtliche Regelung für die Stabilität des Geldes durch eine unabhängige Notenbank. Für die Ordoliberalen ist die Geldstabilität das Primat der Wettbewerbsordnung. Somit haben die ordoliberalen Währungstheoretiker nach dem Zweiten Weltkrieg den Grundstein für die politische Unabhängigkeit, zuerst der deutschen Bundesbank, später dann der Europäischen Zentralbank gelegt. Kongruent zu einem Ordnungsrahmen kommt hinzu, dass eine gute Währungsverfassung nicht nur so konstruiert ist, "dass sie den Geldwert möglichst stabil hält, sie sollte darüber hinaus noch eine weitere Bedingung erfüllen. Wie die Wettbewerbsordnung selber sollte sie möglichst automatisch funktionieren" (Issing 2000, S. 2), um jeglichen diskretionären politischen Spielraum auszuschließen. Deutschland verfolgt derzeit diese Ordo-Ideen einer weisungsunabhängigen Zentralbank, die aber nicht der gängigen Interpretation eines neoklassischen/neoliberalen naturalistischen Marktverständnisses, eines harmonischen Gleichgewichtsdenken und der dualen Konzeption von Markt und Staat entspricht (Polanyi (1944/2001 Denn im Mittelpunkt des Neoliberalismus steht die radikale Freiheit der (Finanz) Märkte, die durch die Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung die Finanzialisierung aller politischen und wirtschaftlichen Bereiche von staatlichen Zwängen befreit.<sup>2</sup> Diese Entfesselung der freien Märkte wird durch marktkonforme Governance-Strukturen (negative Integration) konsolidiert. Im Vergleich dazu versucht Deutschland (mit Holland, Österreich und Finnland), gegen den Willen der anderen Mitgliedsstaaten der Eurozone einen vertragsrechtli-

Es ist durchaus paradox, dass der seit den 1980er Jahren wieder g\u00e4ngige Begriff des Neoliberalismus die Kritik der Neoliberalen der 1930er Jahre aufgreift, die sich bewusst in Abgrenzung des laissez-faire-Liberalismus als neoliberal bezeichneten. Der neue Neoliberalismus wird von den Kritikern synonym f\u00fcr einen Marktfundamentalismus, der Freiheit auf Kosten der Gerechtigkeit verabsolutiert, verwendet (M\u00fculler 2007).

68 Brigitte Young

chen automatischen Ordnungsrahmen mit festen Regeln der Geldstabilität, der auch in Zeiten von Krisen nicht ausgehebelt werden kann, zu implementieren.<sup>3</sup> Dieser Ordo-Gedanke findet eine breite Unterstützung in der deutschen politischen Klasse, unter Ökonomen (die mehrheitlich im Ordoliberalismus geschult sind), Medien und der Mehrheit der Bevölkerung. Interessant dabei ist, dass der Ansatz der Freiburger Schule nach dem Aufstieg des Neoliberalismus in den 1980er Jahren im Inund Ausland weitgehend marginalisiert wurde.<sup>4</sup> Erst durch die Finanz- und EU-Bankenkrise haben WissenschaftlerInnen begonnen, die strikte deutsche Forderung auf Einhaltung von Geldstabilität- und Fiskalregeln zu kritisieren und in jüngster Zeit diese Politik unter dem Einfluss von ordoliberalen Ideen zu untersuchen (Dullien und Guérot 2012; Bonefeld 2012; Berghahn und Young 2012; Young 2013).

# 3. Das Verhältnis von Finanzialisierung und Neoliberalismus sowie Finanzialisierung und Ordoliberalismus

In der noch sehr jungen Forschung zu Finanzialisierung wird der Begriff häufig gleichgesetzt mit Neoliberalismus, der wiederum die Dominanz der Finanzmärkte über die Realökonomie im gegenwärtigen Kapitalismus symbolisiere. So argumentieren Duménil und Lévy (2005, S. 17), "neoliberalism is the ideological expression of the reasserted power of finance". Das ungezügelte globale Finanzwesen ist somit gleichzeitig das Subjekt in der Literatur zur Globalisierung und auch in der Finanzialisierungdebatte. Dies ist problematisch in mehrfacher Hinsicht. Erstens ist der Begriff Neoliberalismus in der Zwischenzeit zu einer undefinierten Chimäre verkommen, der alles und daher nichts erklärt. In den Augen vieler AutorInnen und insbesondere von GlobalisierungskritikerInnen steht Neoliberalismus für die Schattenseiten des Turbokapitalismus und ist mitverantwortlich für den Sozialabbau, die zunehmende Präkarisierung der Arbeitswelt, für die Spreizung der Armut in Industrie- und Entwicklungsländern sowie für die zunehmende Entsolidarisierung der Gesellschaften

Fraglich ist, ob in Krisenzeiten die starre Einhaltung von Regeln die Stabilität der Eurozone garantieren kann oder ob, wie der Präsident der EZB, Mario Draghi, die Mitglieder des Bundes der Deutschen Industrie in Berlin im September 2012 zu überzeugen versuchte, dass die EZB in Krisenzeiten zu außergewöhnlichen Maßnahmen greifen muss, um die EU-Bankenkrise in den Griff zu bekommen. Auch zeigt sich in der Zwischenzeit, dass die restriktive Sparpolitik die ökonomischen sowie sozialen Probleme in Griechenland, Spanien und Portugal nur weiter vertieft, ohne dass diese Länder ihre Schuldenlast minimieren konnten (FT 8.10.2012).

<sup>4</sup> Die Freiburger Ideen hatten aber weiterhin Einfluss auf die Wettbewerbspolitik in der EU, die nicht nur einen marktförmigen Wettbewerbsrahmen für die Industrie vorgab, sondern auch soziale Ziele wie z. B. die Auswirkungen auf Regionen oder auch die Beschäftigungsprobleme durch Umstrukturierungen von Sektoren, jedenfalls bis zu den Reformen des EU-Kartellrechts in 2004, verfolgte (vgl. Wigger und Nölke 2007).

(Young 2011). Dass die verabsolutierte Freiheit des Marktes und dessen individueller kapitalistischer Zeitgeist gravierende Folgen für die Makro-, Meso- und Mikroebene hinterlassen, ist nicht zu leugnen (Deutschmann 2011). Nichtsdestotrotz steht die Frage weiterhin im Raum, ob der Neoliberalismus ein Wegbereiter für die Finanzialisierungsprozesse ist oder ob Finanzialisierung "is underpinning the persistence of the former (neoliberalism BY) and not vice-versa". "Financialization is, in a sense (shorthand for) neoliberalism, and not merely one of its consequences" (Fine 2010, S. 108; zitiert in French et al. 2011, S. 18).

Wenn man nun akzeptiert, dass Neoliberalismus und Finanzialisierung sich gegenseitig konstituieren, dann ergibt sich das Problem, wie sich der Ordoliberalismus der Freiburger Schule als intellektuelle Tradition in das konstitutive Verhältnis von Finanzialisierung und Neoliberalismus einfügen lässt. Zwar weisen AutorInnen wie z. B. Stockhammer (2010), Froud et al. (2006) und Fine (2010) auf unterschiedliche Typen des Finanzkapitalismus hin. In dem einen verkörpern Banken als Finanzintermediäre und dem damit verbundenen Stakeholdersystem eine Form des "productionist type of capitalism", während in dem anderen die Kapitalmärkte einen "coupon pool capitalism" verkörpern (Froud et al. 2001). Trotz dieser Unterschiede haben sich ordoliberale Systeme nicht immun gegenüber der Dominanz der globalen Finanzmärkte erwiesen. So hat Deutschmann (2011) gezeigt, dass in den EU-27 Staaten die anglo-amerikanischen Sektoren von Finanzdienstleistungen, Versicherungen und Immobilien (genannt FIRE-Sektoren) genauso präsent sind wie im US-amerikanischen Kapitalismus (vgl. dazu Krippner 2011). Mit anderen Worten, neoliberale Finanzialisierungprozesse sind auch im ordoliberalen System präsent. Wie anschließend gezeigt werden soll, ist die Rückbesinnung auf ordoliberale Prämissen nach der Finanz- und Eurokrise aber mit dem politischen Willen verbunden, die neoliberale Finanzialisierung auf europäischer Ebene durch strikte Regeln einzudämmen.

Wie bereits im vorigen Kapitel beschrieben, so gehen die Freiburger davon aus, dass es nicht den "einen" Kapitalismus mit seiner universellen destruktiven Eigenlogik gibt, die viele Länder bereits in den 1930 Jahren in den Abgrund stürzte, sondern dass durch ein ordnungspolitisches institutionelles Gefüge die immer wiederkehrenden Widersprüche und Dysfunktionalitäten des Kapitalismus gebändigt werden können. Im Mittelpunkt dieser Überlegungen steht ein Menschenbild, das sich unmittelbar von neoliberalen Normen abgrenzt. Denn der Neoliberalismus birgt in sich die Gefahr, ohne staatliche Rahmenbedingungen die universellen Freiheitsrechte durch einen Vernichtungswettbewerb zu beschneiden. Eucken kritisierte den Liberalismus, der keine Spielregeln für die Lenkung der ökonomischen Prozesse vorsieht, da sich dadurch unkontrollierte und private Monopole und Oligopole entwickeln, die Gleichgewichtsstörungen in der Wirtschaftspolitik auslösen (Berghahn 2010).

70 Brigitte Young

Dieser Fall ist 2007/2008 im Finanzsektor eingetreten und hat die Finanzmärkte samt Realökonomie fast in den Abgrund gerissen. Denn die Macht der US-Finanzbranche hat massiv durch die Erosion und spätere Aufhebung des Glass-Steagall-Acts zugenommen, der ursprünglich in den 1930er Jahren von Präsident Roosevelt als eine "firewall" zwischen den lokalen Geschäftsbanken und den global agierenden Investmentbanken eingeführt wurde. Die Abschaffung des Glass-Steagall-Acts sollte die Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikanischen Banken stärken, hat aber gleichzeitig Finanzmonopole geschaffen und damit die neoliberale Finanzialisierung vorangetrieben. Es kam dann zu jenen Ereignissen, vor denen die Ordoliberalen seinerseits warnten. Die private Macht der Wall Street und der City of London hat enorm zugenommen, so dass sich auch andere Finanzplätze wie Deutschland und der europäische Markt insgesamt dieser nicht mehr entziehen konnten. Gleichzeitig hat die weltweite Privatisierung der Finanzbranche die Handlungsfähigkeit der Staaten stark reduziert. So stellt der ehemalige deutsche Finanzminister, Peer Steinbrück, rückblickend hilflos fest; "Das angelsächsische Modell des Turbokapitalismus gewann Strahlkraft über das kontinentaleuropäische Modell der sozialen Marktwirtschaft welchen Zuschnitts auch immer" (Steinbrück 2010, S. 76).

Als nun das Kartenhaus des Finanzmonopols 2007/2008 zusammenbrach und die Finanzkrise den Euroraum mit in den Strudel der Ereignisse zog, hat die deutsche Regierung mit ihren ordoliberalen Beratern der Bundesbank beschlossen, die Grundsätze der Stabilitäts- und Währungspolitik auf der europäischen Ebene zur Lösung der Krise, auch gegen andere Mitgliedsstaaten, durchzusetzen. Dass Deutschland selbst (mit Frankreich) 2003 und 2004 den Wachstums- und Stabilitätspakt verletzt hat, ist gerade deshalb ein umso wichtigerer Grund für Ordoliberale, die Regeln zu verschärfen und automatische Sanktionen gegen Regelverletzungen einzuführen (Berghahn und Young 2012).

Als Zwischenfazit halte ich vorerst fest, dass Angela Merkel und die Bundesbank die private Macht der Finanzakteure durch konstitutionelle und vertragliche Regelungen auf der europäischen Ebene zu begrenzen versuchen. Deutsche Ordoliberale, wie dies anhand des emotionalen Ökonomiestreits gezeigt werden soll, sind strikt dagegen, die Europäische Zentralbank in ein *Bail-Out-System* zu verwandeln. Die Mehrheit der deutschen ordoliberalen Ökonomen vertritt die Meinung, dass die niedrigen Zinsen auf den Kapitalmärkten nach dem Beitritt der südlichen Staaten in die Eurozone den darauffolgenden Konsumrausch verursachten und dadurch die Maastrichter Verträge verletzten, was zur derzeitigen Schuldenmisere in diesen Ländern führte. Diese Logik der fiskalpolitischen Disziplinlosigkeit führt aus der Sicht

<sup>5</sup> Verschwiegen wird in den öffentlichen Debatten, dass nur Griechenland eine öffentliche Verschuldung hatte. In Irland und Spanien (teilweise auch Portugal) war der Auslöser die private

dieser Ökonomen unausweichlich zu einer Austeritätspolitik, die zukünftige Krisen nur mit verbindlichen Regeln und automatischen Sanktionen verhindern kann. Angela Merkel sieht deshalb die Rolle des Staates darin, einen verfassungsrechtlichen Ordnungsrahmen (Ordo) für die Finanzmärkte zu schaffen, der die Exzesse der (neoliberalen) Finanzialisierung – insbesondere die Spekulationen auf den Anleihenmärkten – einzudämmen und damit fiskalpolitische Ordnung und monetäre Stabilität zu garantieren versucht.

### 4. Der deutsche Ökonomenstreit

Diesen emotionalen öffentlichen Streit genauer zu analysieren, der an die Intensität des Historikerstreits6 der 1980er Jahre erinnert, ist wichtig, um nochmals exemplarisch zu zeigen, wie sehr sich deutsche Ordoliberale in der Euro-Krisenpolitik von anderen Schulen (neoliberalen sowie keynesianischen) absetzen, um ihren Kurs einer strikten Austeritätspolitik zu verfolgen, ohne auch nur eine gemeinsame Haftung der Euro-Schulden in Erwägung zu ziehen. Im Zentrum dieser Auseinandersetzungen - wie auch der Konflikt von Axel Weber und Jürgen Stark mit der EZB<sup>7</sup> sowie das Veto von Jens Weidmann gegen das von Draghi angekündigte unbegrenzte "Outright Monetary Transaction Programme" (OMT) vom September 2012 zeigen – ist die befürchtete Überschreitung des Mandats der EZB zu einer gemeinsamen Haftungsgemeinschaft der Euro-Schuldenländer. Dies, so die Ordoliberalen, würde zu einer fiskalischen Disziplinlosigkeit führen und die monetäre Stabilität gefährden. Die einen sehen in den neoliberalen Finanzialisierungsprozessen eine Gefahr für die Geldstabilität. Umgekehrt wird den ordoliberalen Stabilitätshütern vorgeworfen, durch die starre Fokussierung auf juristische Rahmenbedingungen, untermauert mit drakonischen Sanktionen, die Krise nur noch weiter zu verschärfen.8

Verschuldung der Banken (durch Immobilienspekulationen), die dann von den Staaten gerettet werden mussten. Erst durch diese Rettungsaktion kam es in Irland und Spanien zur öffentlichen Verschuldung.

<sup>6</sup> Im Historikerstreit ging es um die Interpretation des Holocausts als ein Phänomen der geschichtlichen Einzigartigkeit von Gewalt und Terror.

<sup>7</sup> Axel Weber und dann Jürgen Stark waren gegen die EZB-Ankäufe der Staatsanleihen von verschuldeten Ländern und haben auf Grund dessen die EZB verlassen.

<sup>8</sup> Ein klassisches Beispiel für diese unterschiedliche ökonomische Wahrnehmung findet sich am 8. Oktober 2012 in einem Interview mit Wolfgang Schäuble, Finanzminister, zur Unterzeichnung des ESM in Luxemburg,. Er sagte nämlich sinngemäß: "Wir haben unser Versprechen gehalten einen permanenten Ordnungsrahmen für Schuldenländer zu schaffen und hoffen nun, dass die Märkte ihrerseits dies auch wahrnehmen und uns Vertrauen schenken" (Tagesthemen, 8.10.2010).

72 Brigitte Young

Der öffentliche Brief des Dortmunder Statistikers Walter Krämer, in einem FAZ-Artikel (5.7.2012) adressiert an "Liebe Mitbürger", hat seine medienwirksame Öffentlichkeit erst durch die Unterzeichnung des renommierten Münchner ifo-Direktors Hans-Werner Sinn<sup>9</sup> sowie weiteren 200 Signatoren erzielt. Die AutorInnen dieses Aufrufs warnen vor der in Brüssel von Regierungs- und Staatschefs vorgeschlagenen Bankenunion,<sup>10</sup> die nach den AutorInnen eine kollektive Haftung für die Schulden der Banken des Eurosystems bedeutet. Sie verteidigen die Rentner, Steuerzahler und Sparer der "noch soliden Länder" (sprich Deutschland), die dadurch die Lasten der Vergemeinschaftung der Haftung tragen würden. Der vereinbarten Bankenaufsicht, die ein zentraler Teil der Bankenunion ist, wird eine Absage dadurch erteilt, dass die Schuldnerländer die strukturelle Mehrheit im Euroraum haben. Auch würde durch eine Bankenunion nicht der Euro gerettet werden, sondern es würden vor allem Wall Street, die City of London und andere "marode" Banken profitieren. In anderen Worten, die deutschen Steuerzahler sind die Verlierer und die Banken die Gewinner (FAZ 5.7.2012).

Dieser populistische Aufruf hatte zur Folge, dass innerhalb weniger Tage renommierte Keynesianer (auch mit über hundert Unterzeichnern) um Peter Bofinger, Mitglied des Deutschen Sachverständigenrats, sowie Gustav Horn, Direktor des Instituts für Makroökonomie, vehement den ordoliberalen Aufruf ablehnten – mit dem Argument, dass er Ängste und Emotionen schüre, ohne dies mit erforderlichen Fakten zu unterlegen (Handelsblatt 6.7.2012, S.8). Diesem Aufruf folgte ein zweiter Gegen-Aufruf von 15 renommierten deutschen Ökonomen um Dennis Snower (Kieler Institut für Weltwirtschaft), Martin Hellwig, Jan Pieter Krahnen, und Beatrice Weder di Mauro (ehemaliges Mitglied des Sachverständigenrats), die die Gipfelbeschlüsse zur Entkoppelung von Staatsfinanzen und Kreditversorgung als unverzichtbar für eine stabilere Architektur Europas begrüßten (Handelsblog 6.7.2012).

Die Gegner von Hans-Werner Sinn waren letztendlich bemüht, die Reputation ihres Faches zu retten. Denn die Kritik aus dem Ausland war verheerend. Der Starökonom Barry Eichengreen nannte den Aufruf "unklar und ideologisch". Der Genfer Finanzexperte Charles Wyplosz war noch härter in seiner Kritik und sagte: "Der Text ist auch aus politischer Sicht eine Schande. Er ist offen fremdenfeindlich … und

<sup>9</sup> Hans-Werner Sinn hat am 16. Mai 2012 auf einer Podiumsveranstaltung an der Hochschule für Recht und Wirtschaft, Berlin, den Vorwurf zurückgewiesen, dass er "neoliberale" Positionen vertrete und hat sich der ordoliberalen Schule zugeordnet.

<sup>10</sup> Am 9. Juni 2012 haben die Mitglieder des Euro-Währungsgebiets eine Gipfelerklärung abgegeben, in der sie bekräftigen, den "Teufelskreis zwischen Banken und Staatsanleihen zu durchbrechen" und dafür eine Bankenunion vorgeschlagen. Die Kommission würde auf Grundlage von Artikel 127 Absatz 6 Vorschläge für einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Banken des Euro-Währungsgebiets einholen. Erst nachdem ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus gegründet wurde, hätte der ESM die Möglichkeit, Banken direkt zu rekapitalisieren (EU-Consilium, 29.6.2012).

zeigt eine tiefe Verachtung für die Demokratie". Außerdem zeige dieser "Text kein Verständnis davon, was eine Bankenkrise ist – als ob sie 2008 und in den früheren Krisen geschlafen hätten" (FTD 9.7.2012). Dass manche deutsche Ökonomen nicht wussten, ob sie für oder gegen die Bankenunion sind, zeigte sich daran, dass einige den Aufruf von Sinn unterzeichneten (gegen eine Bankenunion) sowie auch den Gegenentwurf (für eine Bankenunion) bejaht haben. Gustav Horn wirft diesen Kollegen eine "fehlende Distanzierung von der hetzerischen Sprache des sarrazinesken Sinn-Aufrufs" vor. "Das zeigt die in der gegenwärtigen Situation unverantwortliche Beliebigkeit und Oberflächlichkeit mancher Ökonomen" (FTD 9.7.2012). Aber dies ist noch nicht das Ende der Geschichte. Überraschend nahm am 9. Juli 2012 auch der Deutsche Sachverständigenrat mit einem Sondergutachten und einer Pressekonferenz zum Ökonomenstreit Stellung. Nicht nur lobten die Experten die Gipfelbeschlüsse der EU für eine Bankenunion, sie plädierten auch für einen zeitlich befristeten gemeinschaftlich garantierten Schuldentilgungspakt für den Euro-Raum, in dem die Schulden von über 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts nach den Maastrichter Kriterien in einen Fonds fließen sollen und im Gegenzug strikte Konditionen und die Ratifizierung des Fiskalvertrags auferlegt würden (Deutscher Sachverständigenrat 2012). Interessant daran ist, dass Angela Merkel bisher den Schuldentilgungsfond vehement abgelehnt hat. Last but not least haben die deutschen pro-Euro-Ökonomen Unterstützung vom Institute for New Economic Thinking (INET) erhalten, einem New Yorker Think Tank, der teilweise von George Soros finanziert wird. Als Alternative zu den derzeitigen Austeritätsmaßnahmen schlagen diese Ökonomen eine Bankenunion mit einer Banklizenz vor, da sie davon ausgehen, dass der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) zu klein ist, um Länder wie Spanien und Italien zu finanzieren (Institute for New Economic Thinking, 23.7.2012).

Während der deutsche Ökonomenstreit als Testosteron-geladener Egotrip von Alphamännern der Ökonomiezunft belächelt werden kann, so zeigt er doch die agenda-setting-Macht der Ordoliberalen. Hans-Werner Sinn hat mit seinen Kohorten die Medienlandschaft für Wochen okkupiert. Den Bürgern und Bürgerinnen wurde eine tägliche Dosis in den Zeitschriften sowie in den abendlichen Talkshows über die Kosten der Eurorettung verabreicht. Das Resultat des zunehmenden Anti-Euro-Sentiments unter der Bevölkerung ist ernüchternd. In der Zwischenzeit sind 54 Prozent der Bevölkerung für den Ausschluss Griechenlands aus der Eurozone und nur 27 Prozent befürworten deren Verbleib (FT, 3.9.2012, S.1; Guérot 2012, S.1). Gleichzeitig haben nicht weniger als 37,000 Bürger und Bürgerinnen den Einspruch gegen den ESM beim Verfassungsgericht in Karlsruhe unterstützt, mit der Begründung, dass deutsche Steuergelder ohne demokratische Kontrolle für den ESM in Anspruch genommen werden, ohne dass sie ein Mitspracherecht über deren Verwendung hätten.

74 Brigitte Young

Somit zeigt sich, dass die Verfechter der deutschen ordoliberalen Stabilitätspolitik die Deutungshoheit über den Diskurs über die Rettungsmaßnahmen der Euroländer für sich entschieden haben. Die hohe Akzeptanz der deutschen Bürger und Bürgerinnen für den Ordoliberalismus ist mit der Hoffnung oder auch Illusion verbunden, dass die Auswirkungen der anglo-sächsischen Finanzialisierungsprozesse eines Kasinokapitalismus dadurch verhindert werden könnten. Aber nicht nur die Bevölkerung tendiert mehrheitlich gegen eine Eurorettung, zunehmend sind es auch Parlamentarier aus der CDU wie auch die bayrische Schwesterpartei CSU und der Koalitionspartner FDP, die sich gegen die Politik der EZB für weitere Ankäufe von Staatsanleihen wehren. In diesem Sinne hatte auch Angela Merkel keine Kanzlermehrheit für die Eurobeschlüsse im Parlament erhalten (wie z. B. für den Fiskalpakt und den ESM). Nicht nur haben die Euroskeptiker aus den konservativen Reihen der CDU sowie der bayrischen Freien Wähler Partei nun die Wahl Alternative-2013 gegründet, um in der nächsten Bundestagswahl die Wähler gegen den am 8. Oktober 2012 in Luxemburg unterzeichneten ESM mit einer Einlage von 500 Milliarden Euro zu mobilisieren sowie gegen die Pläne der EZB, weitere Staatsanleihen zu kaufen, sondern eine neue Partei – Alternative für Deutschland – wurde von WirtschaftswissenschaftlerInnen und JuristInnen im Februar 2013 mit dem Ziel gegründet, das Euro-Währungsgebiet aufzulösen. Auf Facebook verkündet die Partei, dass Deutschland den Euro nicht braucht und er anderen Ländern schadet. Die populistische Parole von "Schluss mit diesem Euro!" spiegelt die zunehmende Ablehnung der europäischen Krisenpolitik in der deutschen Bevölkerung wider. Diese Parteien sehen die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik rechtswidrig überschritten. Denn die Geldpolitik, so die Argumentation der Euro-Kritiker, ist die alleinige Verantwortung der EZB und ihr Mandat beschränkt sich auf die Geldstabilität, während die Fiskalpolitik im Aufgabenbereich der Nationalstaaten liege.

### 5. Fazit

Der vorliegende Aufsatz versucht, die Nuancen zwischen den Finanzialisierungsprozessen eines neoliberalen und ordoliberalen Krisenmanagements in der Euro-Zone aufzuzeigen. Wenn nämlich mit Finanzialisierung unter anderem die Bedeutung von privaten Finanzinstitutionen und globalen Finanzakteuren für das europäische Euro-Krisenmanagement in den Blick genommen wird, dann stellt sich eben heraus, dass Ordoliberale nicht den freien Markt (Primat der Ökonomie) als Lösungsstrategie in ihrem Repertoire an erster Stelle haben, sondern vielmehr versuchen, den ungezügelten Markt institutionell in einen rechtlichen Ordnungsrahmen einzubinden. Hier gibt es aus meiner Sicht ein Spannungsverhältnis zur neoliberalen

Ideologie (in welcher Form auch immer) von marktförmigen Normen und Werten und damit auch zur Finanzialisierung. Dies bedeutet aber nicht, wie Bruff und Ebenau (2012) konstatieren, dass der Neoliberalismus "die gemeinsame Richtung regulatorischen Wandels in Europa und darüber hinaus" verkörpert. Diese Interpretation mutiert den Neoliberalismus zu einem Totschlagargument. Man sieht nur mehr den neoliberalen Wald, aber nicht mehr die einzelnen Bäume, die gerade durch ihre Artenvielfalt den europäischen Wald verkörpern. Die Einführung von ordoliberalen Regeln auf der europäischen Ebene ist aus meiner Sicht ein politischer Versuch, die ungezügelte Dominanz der Finanzmärkte durch das Primat der Politik zu bändigen. Die Frage aber, ob die derzeitigen vertragsrechtlichen Stabilitätsregeln mit einer strikten Haushaltskonsolidierung die Krise in der Eurozone nicht sogar vertiefen und ob der Sparkurs daher mit verheerenden sozialen Folgen für die verschuldeten Länder einhergeht, ist hochaktuell und muss kritisch hinterfragt werden. Aber als Ausgangspunkt für eine solche Kritik müssen die ordoliberalen Prinzipien, Werte und Normen im Vordergrund der Analyse stehen.

#### Literatur

Aglietta, M. 2000. Shareholder Value and Corporate Governance: A Comment and some tricky Questions. *Economy and Society* 29 (1): 146-159.

Berghahn, V. R. 2010. Ludwig Erhard, die Freiburger Schule und das 'Amerikanische Jahrhundert'. Walter Eucken Institut, Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik 10/1.

Berghahn, V. R. und B. Young. 2013. Reflections on Werner Bonefeld's "Freedom and the Strong State: On German Ordoliberalism" and the Continuing Importance of the Ideas of Ordoliberalism to Understand Germany's (Contested) Role in Resolving the Euro Zone Crisis. *New Political Economy*, (im Erscheinen).

Bonefeld, W. 2012. Freedom and the Strong State: On German Ordoliberalism. *New Political Economy* 17 (5): 1-24.

Bruff, I., und M. Ebenau. 2012. Verabschiedet euch vom "Modell Deutschland"! Cicero Online 5. April 2012. www.cicero.de//weltbuehne/britische-kritik-am-eu-krisenkurs-verabschiedet-euch-vom-modell-deutschland/48871. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Deutscher Sachverständigenrat 2012. Sondergutachten. Nach dem EU-Gipfel. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 5. Juli 2012.

Deutschmann, C. 2011. Limits to Finanzialisation. Vortrag auf der DFG-Nachwuchstagung, Marburg. 25-26 Mai. Dullien, S., und U. Guérot 2012. The Long Shadow of Ordoliberalism: Germany's Approach to the Euro Crisis. European Council on Foreign Relations, Policy Brief, Februar 2012.

Duménil, G., und D. Lévy. 2005. Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis. In Financialization and the World Economy, hrsg. G. Epstein. Cheltenham: Edward Elgar.

Epstein, G. A. hrsg. 2005. Financialization and the World Economy. Cheltenham: Edward Elgar.

76 Brigitte Young

EU-Consilium. 2012. Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets. www.consilium.europa. eu/uedocs/cms\_data/docs/pressedata/de/ec/131365.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

- Financial Times Deutschland. 2012. Eichengreen gegen Sinn. Deutscher Aufruf empört Starökonomen. *Financial Times*, 9. Juli. www.ftd.de/politik/europa/:eichengreen-gegen-sinn-deutscher-aufruf-empoert-starökonomen/70061194.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Financial Times. 2012. Germans write off Greece, 3. September. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Fine, B. 2010. Locating Financialization. Historical Materialism 18 (2): 97-116.
- Sinn, H.-W., und W. Krämer. 2012. Protestaufruf. Der offene Brief der Ökonomen im Wortlaut. Frankfurter Allgemeine Zeitung 5. Juli.
- French, S., A. Leyshon, und T. Wainwright, 2011. Financializing Space, spacing Financialization. *Progress in Human Geography* 35 (6): 798-819.
- Froud, J., J. Sukhdev, A. Leaver, und K. Williams. 2006. Financialization and Streategy. Narrative and Numbers. London: Routledge.
- Froud, J., J. Sukhdev, C. Haslam, und K. Williams. 2001. Accumulation under Conditions of Inequality. *Review of International Political Economy* 8 (1): 66-95.
- Froud, J., C. Haslam, J. Sukhdev, und K. Williams. 2000. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. *Economy and Society* 29 (1): 1-12.
- Gill, S. 1998. European Governance and New Constitutionalism: EMU and Alternatives to Disciplinary Neo-Liberalism in Europe. *New Political Economy* 3 (1): 5-26.
- Guérot, U. 2012. He Who comes too late is Punished by Life. European Council on Foreign Relations 11. Juli. http://ecfr.eu/blog/entry/he\_who\_comes\_too\_late\_is\_punished\_by\_life. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Hall, P., und D. Soskice. hrsg. 2001. Varieties of Capitalism. The Institutional Foundation of Comparative Advantage. Oxford: Oxford University Press.
- Bofinger, P., G. Horn, M. Hüther, D. Marin, B. Rürup, F. Schneider, und T. Straubhaar. 2012. Keine Schreckgespenster! *Handelsblatt* 6. Juli, Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Heinemann, F. 2012. Gipfelbeschlüsse "gehen in die richtige Richtung". Zweiter Gegen-Aufruf von deutschen Ökonomen zur Bankenunion. Handelsblatt. 6. Juli. http://blog.handelsblatt.com/handelsblog/2012/07/06/gipfelbeschlüsse-gehen-in-die-richtige-Richtung/. Zugregriffen: 14. Dezember 2012.
- Issing, O. 2000. Walter Eucken: Vom Primat der Währungspolitik. Vortrag: Freiburg Walter-Eucken Institut 17. März 2000. http://www.ecb.int. Zugregriffen: 14. Dezember 2012.
- Langley, P. 2008. The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in America. Oxford: Oxford University Press.
- Lütz, S. 2002. Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Frankfurt: Campus Verlag.
- Montgomerie, J., und B. Young. 2011. Home is Where the Hardship is: Gender and Wealth (Dis)Accumulation in the Subprime Boom. *Centre for Research and Socio-Cultural Change (CRESC)* Working Paper Series 79.
- Nölke, A. 2012. Die EU funktioniert auch ohne den Euro. Cicero online. 28. Mai. www.cicero.de/weltbuehne/die-eu-funktioniert-auch-ohne-den-Euro/49459. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Polanyi, K. 1944/2001. The Great Transformation. Boston: Beacon Press.
- Süddeutsche Zeitung. 2012. Schlafwandelnd in die Katastrophe. 5. Juli. http://article.wn.com/view/2012/07/25/ Schuldenkrise\_Schlafwandelnd\_in\_die\_Katastrophe/. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Steinbrück, P. 2010. Unterm Strich. Hamburg: Hoffmann und Campe.
- Stockhammer, E. 2010. Financialization and the Global Economy. Political Economy Research Institute Working Paper Series, Nr. 240.
- Strange, S. 1986. Casino Capitalism. Oxford: Basil Blackwell Ltd.
- Wigger, A. A., und A. Nölke. 2007. Enhanced Roles of Private Actors in EU Business Regulation and the Erosion of Rhenish Capitalism: The Cast of Antitrust Enforcement. *Journal of Common Market Stu-dies* 45 (2): 487-513.
- Windolf, P. hrsg. 2005. Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Wiesbaden: VS-Verlag.

- Young, B. 2013; im Erscheinen. Ordoliberalismus Neoliberalismus Laissez-Faire. In Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie, hrsg. J. Wullweber, M. Behrens, und A. Graf. Wiesbaden: VS-Verlag.
   Young, B. 2012. "Neoliberalism". International Encyclopedia of Political Science, hrsg. B. Badie, D. Berg-Schlosser, und L. Morlino, 1677-80. Thousand Oaks: SAGE.
- Young, B. 2012a. The German Debates on European Austerity Programmes: The Veto Power of Ordoliberalism. Keynote Address at the European Sociological Conference, Lesvos, Griechenland, 13-14 September 2012 Young, B., und S. Hegelich 2003. Shareholder Kapitalismus und das Casino Spiel an den Aktienbörsen. Österreichische Zeitschrift für Politikwissenschaft 32 (1): 77-96.

## Politik der Finanzialisierung.

Zum Wohlfahrtsbeitrag des Finanzsektors in Rechnungslegungsstandards und volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung

Andreas Nölke

### 1. Einleitung

Die Diskussion über Finanzialisierung hat bereits eine Vielzahl von Ursachen des Aufstiegs des Finanzsektors analysiert. Allerdings dominiert bei diesen Analysen in der Regel eine strukturelle Perspektive, die die Finanzialisierung insbesondere der westlichen Ökonomien während der letzten Jahrzehnte als Folge von Verschiebungen im globalen Kapitalismus darstellt (vgl. auch die Beiträge von Becker und Stockhammer in diesem Band). Relativ wenig untersucht werden hingegen die konkreten politischen Akteure und regulatorischen Weichenstellungen, die zur Finanzialisierung in diesen Ländern beigetragen haben. Beobachter konstatieren daher, dass es in der Finanzialisierungsliteratur erstaunlich wenig Politik gibt (Mügge 2009, S. 524). Eine der Ursachen für diese Schwerpunktsetzung mag im disziplinären Hintergrund der meisten AutorInnen liegen, da der Großteil der Finanzialisierungsliteratur aus der (heterodoxen) Ökonomie, der Wirtschaftssoziologie und der Humangeographie stammt, während die Politikwissenschaft dieses Thema erst in jüngerer Zeit erschließt (Nölke und Perry 2007; Deeg und O'Sullivan 2009).

Wie könnte ein Studium der "Politik der Finanzialisierung" aussehen? Pionierarbeit hat hier bereits Krippner (2011) geleistet, die sich mit den politischen Ursprüngen der Finanzialisierung der US-Ökonomie beschäftigt. Sehr deutlich wird in ihrer Studie, dass Finanzialisierung nicht unbedingt (nur) auf die gezielte und offensichtliche Einflussnahme einer Gruppe von Finanzmarktakteuren zurückgeführt werden kann – wie das Duménil und Levy (2004) mit dem Verweis auf den von Hilferding (1910) geprägten Begriff des Finanzkapitals und Gowan (1999) mit dem Konzept des "Dollar-Wall-Street-Regimes" nahelegen – sondern häufig (auch) die nichtintendierte Konsequenz von politischen Entscheidungen in anderen Kontexten gewesen ist, bei Krippner beispielsweise die Anspruchsüberlastung des ame-

rikanischen Staats. Das Studium der Politik der Finanzialisierung sollte sich daher nicht nur mit gezielter politischer Einflussnahme, sondern auch mit Paradoxien und nichtintendierten Konsequenzen beschäftigen (Deeg und O'Sullivan 2009, S. 733). Eine zweite Anforderung an dieses Forschungsprogramm ergibt sich ebenfalls aus einer Bestandsaufnahme der Finanzialisierungsliteratur (Heires und Nölke 2013): Die bisherigen Studien haben vor allem die strukturellen Ursachen der Finanzialisierung herausgearbeitet sowie zunehmend auch deren diskursive Dimension (vgl. etwa Froud et al. 2000, 2006). Ergänzt werden müssten diese strukturellen und diskursiven Machtdimensionen nun aber mit einer Analyse instrumenteller Macht, also spezifischer mit der Analyse von Akteuren, Entscheidungen und Institutionen. Eine dritte Anforderung an das Studium der Politik der Finanzialisierung ergibt sich schließlich ebenfalls vor dem Hintergrund des bisherigen Forschungsstands: Jene (wenigen) Studien, die bisher eine globale Perspektive auf den Aufstieg der Finanzialisierung gewählt haben, beschränken sich – in struktureller Perspektive – auf eine Einordnung des Phänomens in globale Hegemoniezyklen sowie globale Ungleichgewichte (vgl. etwa Arrighi 1994, sowie den Beitrag von Becker zu diesem Band), vernachlässigen dabei aber die Rolle globaler Institutionen.

Notwendig sind also konkrete empirische Analysen derjenigen politisch-regulativen Weichenstellungen, die (zeitgeschichtlich) Finanzialisierung befördert haben und jener globalen Institutionen, die sie heute aufrechterhalten. Im vorliegenden Beitrag wird eine entsprechende Vorgehensweise kurz exemplarisch skizziert, am Beispiel der institutionellen Unterfütterung der Messung des Wohlfahrtsbeitrags des Finanzsektors, einer scheinbar wenig relevanten und allemal technischen Frage. Seit der Finanzkrise wird dieser Wohlfahrtsbeitrag sehr kontrovers diskutiert (vgl. etwa CRESC 2009; Erturk et al. 2011). Insbesondere in Großbritannien beschäftigen sich nun Studien explizit mit dem Steuerbeitrag des Finanzsektors (abzüglich der Haushaltsmittel für Bankenrettungsprogramme), der Arbeitsplatzschaffung durch den Finanzsektor (die geringer ausfällt als erwartet) und dem Effekt dieses Sektors auf die Allokation von Talenten in der Gesellschaft (mit einer Tendenz zur Zentralisierung, zur Deindustrialisierung und zum prozyklischen Verhalten). In diesem Zusammenhang werden zum Beispiel die entsprechenden Stellenberechnungen des "UK Office of National Statistics" massiv kritisiert, indem darauf hingewiesen wird, dass der der Finanzialisierung zugeschriebene Stellenzuwachs in erster Linie auf der Schaffung von staatlicher und halbstaatlicher Beschäftigung beruht (Buchanan et al. 2009). Zudem hat eine Studie der London School of Economics über den Beitrag des Finanzsektors zum Bruttosozialprodukt – einer wichtigen Grundlage für dessen Legitimation - gezeigt, dass dieser Beitrag wegen problematischer Berechnungsmethoden als viel zu hoch eingestuft wird (Haldane 2010).

Mein Beitrag setzt an der Behauptung eines zu hoch angesetzten Wohlfahrtsbeitrags des Finanzsektors auf Basis nur scheinbar neutraler Berechnungsmethoden an. Die Grundannahme ist dabei, dass es keine "objektive" Messung der Wohlfahrtseffekte von Finanzialisierung gibt, sondern die entsprechenden Kalkulationen immer eine politische Komponente haben, wir also von "politischem Rechnen" sprechen müssen (Erturk et al. 2011). In der Literatur über Finanzialisierung ist bereits früh betont worden, wie wichtig die diskursive Repräsentation für die Durchschlagskraft der entsprechenden Prozesse ist (Froud et al. 2000, 2006). Um trotzdem langfristig zu aussagekräftigen Aussagen über die Ergebnisse der Finanzialisierung sowie deren politischen Triebkräfte kommen zu können, sollten wir uns daher genauer ansehen, wie die Bestimmung des Wohlfahrtbeitrages von Finanzialisierung in den entsprechenden politischen und ökonomischen Diskussionen institutionalisiert wurde.

Besonders interessant im Rahmen der Messung des Wohlfahrtbeitrags des Finanzsektors sind Rechnungslegungsstandards, sowohl auf der Ebene von einzelnen Unternehmen als auch auf der Ebene von nationalen Ökonomien. Meine Grundannahme ist dabei, dass zur Legitimierung der dominierenden Rolle des Finanzsektors in modernen Ökonomien seine Aktivitäten in der entsprechenden Rechnungslegung als produktiv und profitabel dargestellt werden müssen. Ich würde also grundsätzlich vermuten, dass die entsprechenden Standards mit einer solchen Wahrnehmung des Finanzsektors kompatibel sind, bzw. in den letzten Dekaden kompatibel gemacht wurden. Der Fokus liegt dabei auf der Harmonisierung der entsprechenden nationalen Standards auf der internationalen Ebene, sowohl mikroökonomisch (durch Rechnungslegungsstandards für Unternehmen) als auch makroökonomisch (über die Messung des Beitrags des Bankensektors im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung). Der nachfolgende Beitrag beschäftigt sich also damit, ob der Wohlfahrtsbeitrag des Finanzsektors durch internationale Übereinkommen zur Harmonisierung von Rechnungslegungsstandards auf den beiden genannten Ebenen in den letzten Jahrzehnten tendenziell aufgewertet wurde. Dabei gehe ich zunächst auf den Inhalt von Rechnungslegungsstandards für Unternehmen ein und zeige, dass der seit einiger Zeit stattfindende Wechsel von historischen Kosten zu "Fair-Value" bei der Rechnungslegung für Unternehmen zur Finanzialisierung beigetragen hat, indem er während der entsprechenden Boom-Periode den Buchwert von Finanzanlagen zunehmend höher bewertet hat (2.). Ein wichtiger Hintergrund ist der Aufstieg des mit dem Finanzsektor eng kooperierenden International Accounting Standards Board (IASB) als globale Regelsetzungsinstitution (3.). Wie ich im Folgenden zeigen werden, ist der Finanzsektor in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung in den letzten Dekaden sehr unterschiedlich behandelt worden und es gibt allenfalls in den letzten Jahren Ansätze eines Konsenses, dass etwa das Bank-

geschäft nach den Bestimmungsprinzipien dieser Rechnung überhaupt als produktiv gelten kann (4.). Auch hier gibt es gewisse Anhaltspunkte dafür, dass diese Veränderungen in enger Kooperation mit Akteuren des Finanzsektors – insbesondere großen Banken in stark finanzialisierten Ländern – stattgefunden haben. Im Fazit fasse ich die Implikationen dieser kleinen explorativen Studie für ein größeres Forschungsprogramm zur "Politik der Finanzialisierung" zusammen.

### 2. Fair-Value-Rechnungslegung für Unternehmen und Finanzialisierung<sup>1</sup>

Rechnungslegungsstandards für Unternehmen sind inhärent politisch, auch wenn sie nicht politisiert werden. Es gibt keine neutrale oder absolute Repräsentation von Vermögensstandards, diese haben immer eine potentiell umstrittene und subjektive Komponente (Pixely 2004). Die Setzung und internationale Harmonisierung von Rechnungslegungsstandards sollte daher nicht nur für Spezialisten der Unternehmensrechnungslegung interessant sein, sondern auch für SozialwissenschaftlerInnen, die sich mit Veränderungen im zeitgenössischen Kapitalismus beschäftigen. Die wichtigste inhaltliche Änderung im Bereich der Rechnungslegungsstandards in den letzten Jahrzehnten ist die zunehmende Nutzung von Fair-Value-Rechnungslegungsstandards, die in bestimmten Bereichen die bisher dominierenden Rechnungslegungsstandards nach historischen Kosten ersetzen oder zumindest ergänzen (Perry und Nölke 2006).

Insbesondere das IASB, inzwischen eine quasi-globale Regulierungsagentur, benutzt sehr häufig Rechnungslegungsstandards, die dem Fair-Value-Paradigma folgen, mit dem Resultat, dass die Rechnungslegung von Unternehmen, die dessen Standards anwenden, inzwischen viele ihrer wichtigsten Anlagegüter nach dem Fair-Value bilanzieren (Ernst & Young 2005). Während die traditionelle Rechnungslegung nach historischen Kosten Vermögensstände nach ihrem Anschaffungspreis (und einer gewissen Abschreibung im Zeitverlauf) bewertet, verwendet Fair-Value-Accounting aktuelle Marktpreise bzw. eine modulierte Simulation dieser Preise, wenn für den entsprechenden Vermögensgegenstand kein aktiver Markt existiert. Da Marktpreise im Zeitverlauf sehr erheblich schwanken können, kann ein Übergang von historischen Kosten zu aktuellen Marktpreisen einen erheblichen Unterschied in der Bewertung des Unternehmensvermögens ausmachen. Interessanterweise hat der verbreitete Übergang von historischen Kosten zum Fair-Value-Accounting parallel mit dem aktuellen Prozess der Finanzialisierung stattgefunden.

<sup>1</sup> Das Argument in den Abschnitten 2 und 3 beruht größtenteils auf einer Übersetzung von Auszügen aus Nölke und Perry (2007), vgl. jene Publikation für eine ausführlichere Diskussion und weitere Nachweise.

Obwohl die Wurzeln der aktuellen Finanzialisierungsprozesse bis zum Zusammenbruch des sogenannten fordistischen Kompromisses in den frühen 1970er Jahren nachverfolgt werden kann (vgl. den Beitrag von Stockhammer in diesem Band), konzentrieren sich die meisten Erklärungen von Finanzialisierung auf die 1980er und 1990er Jahre, in denen dieser Prozess weitaus deutlicher wurde. Insbesondere der Erwerb von Finanzanlagen macht die zunehmende Finanzialisierung von Unternehmen auch außerhalb des Finanzsektors deutlich. In den 1950er und 1960er Jahren war der Anteil von Finanzanlagen im weitesten Sinne, im Vergleich zu greifbaren Anlagen von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, etwa 30 Prozent, während er im Jahr 2001 bereits 50 Prozent betrug (Crotty 2002). Gleichzeitig hat sich der dynamische Wachstumsprozess des Finanzsektors durch die Schaffung und den Handel von Finanzinstrumenten intensiviert. Parallel zur zunehmenden Bedeutung dieser Finanzinstrumente nahm die Beschäftigung mit der Frage zu, wie diese Finanzinstrumente in der Unternehmensrechnungslegung berücksichtigt werden sollen. Hier ging man sehr zügig zum Fair-Value-Prinzip über und im Jahr 1998 waren Finanzinstrumente der Gegenstand des ersten Rechnungslegungsstandards, in den das Fair-Value-Prinzip implementiert wurde (Barlev und Haddad 2003). Das Diskussionspapier, das den Entwurfsprozess für den kontroversen Fair-Value-Accounting-Standard "(IAS) 39" gestartet hat (IASC 1997; vgl. auch Dewing and Russels 2004), argumentiert, dass historische Anschaffungskosten für die Messung von Produktionsaktivitäten geeignet sind, während Fair-Value das richtige Modell für die Messung von Finanzgütern darstellt. Die Perspektive des entsprechenden IASB-Komitees war also, dass Finanzialisierung Fair-Value-Accounting erfordert.

Fair-Value-Accounting und die Rechnungslegung zu historischen Anschaffungskosten konstruieren unterschiedliche ökonomische Realitäten, die unterschiedliche sektorale Interessen in der Politischen Ökonomie reflektieren (Perry und Nölke 2006). Historische Anschaffungskosten nehmen dabei die Perspektive des Produktionssektors ein, Fair-Value die Perspektive des Finanzsektors. Die Perspektive des Produktionssektors ist dabei wesentlich langfristiger und bezieht sich auf den Preis, der für Investitionsgüter bei ihrer Anschaffung bezahlt wurde. Die viel kurzfristigere Perspektive des Finanzsektors, einschließlich der Option, Finanzanlagen jederzeit kaufen und verkaufen zu können, wird von der Fair-Value-Perspektive abgebildet, bei der es darum geht, jederzeit den aktuellen Marktwert zu bestimmen.

Die zunehmende Verwendung von Fair-Value-Accounting unterstützt den Finanzialisierungsprozess nicht nur konzeptionell, wie oben demonstriert, sondern hat ebenfalls empirische Implikationen. Im Vordergrund steht dabei die potentiell prozyklische Wirkung von Fair-Value-Accounting-Standards. In den Boom-Perioden für Vermögenswerte bis zur Finanzkrise 2007/2008, hat die Verwendung

von Fair-Value-Accounting das relative Gewicht von finanziellen Anlagen potentiell überbewertet, da es die Bewertung dieser Güter an den permanent steigenden Marktpreisen orientiert hat. In der Finanzkrise allerdings führte die Verwendung dieser Rechnungslegungsstandards zum entgegengesetzten Effekt. In einer Situation sehr niedriger (oder unkalkulierbarer) Marktpreise führen solche Anlagegüter leicht zu einer Belastung der Unternehmensbilanzen und reduzieren damit deren Rentabilität, zumindest auf dem Papier. Dieser Effekt war besonders im Banksektor relevant. Die entsprechend niedrige Bewertung von Banken und ihren Anlagegütern führte zu einer Flucht von Investoren, die wiederum zu einer Verringerung der Aktienkurse der Banken und ihres Kapitalzugangs führte. Diese Entwicklung wiederum zwang mitunter Banken dazu, ihre Anlageobjekte auch zu sehr geringen Marktpreisen zu verkaufen, was damit zu einem weiteren Abschwung und zu einer noch geringeren Bewertung der Bankaktiva führte (Nölke 2011). Das Ausmaß dieser prozyklischen Effekte und ihr Anteil an dem schweren Krisenverlauf werden allerdings kontrovers diskutiert.<sup>2</sup> Rechnungslegungsstandards waren ja bei weitem nicht der einzige Grund für die schwierige Situation von Banken - andere Gründe schließen zum Beispiel eine unzureichende Bonitätsprüfung ein. Zudem ist die Alternative zu Fair-Value-Accounting, die Bewertung zu historischen Anschaffungskosten, auch nicht ohne Probleme, insbesondere bei Finanzinstrumenten, da diese Rechnungslegung kein zeitnahes Feedback über den aktuellen Wert dieser Anlageobjekte ermöglicht. Sowohl Händler als auch die Überwachungsbehörden argumentieren, dass sie dieses Feedback jedoch zeitnah benötigen, da viele Anlageobjekte, z. B. Derivate, schnell zu Belastungen werden können. Dementsprechend benötigen sie permanent aktuelle Informationen dahingehend, ob sie bestimmte Positionen ausbauen oder abbauen sollen. Auch hier zeigt sich wiederum, wie eng Fair-Value-Accounting mit Finanzialisierung verbunden ist – Finanzialisierung ist ohne Fair-Value-Accounting schwer vorzustellen. Im Kontext meiner Fragestellung besonders wichtig bleibt aber festzuhalten, dass die Benutzung von Fair-Value-Accounting zumindest in Ansätzen dazu beiträgt, den Wohlfahrtsbeitrag von Finanzanlagen während einer Finanzkrise zu reduzieren, so dass dieser Standard auch zu einer überproportionalen Abbildung des Wohlfahrtsbeitrags von Finanzgegenständen während den langen Boom-Perioden vor der Finanzkrise beigetragen und damit die positive Darstellung des Finanzsektors als produktiv unterstützt hat.

<sup>2</sup> Für eher skeptische Perspektiven über den Beitrag von Fair-Value-Accounting zur Finanzkrise vgl. Laux und Leuz (2009, 2010); sowie Barth und Landsmann (2010).

## 3. Die Institutionen der Rechnungslegung für Unternehmen und der Finanzsektor

Wie war es politisch möglich, dass Rechnungslegungsstandards adaptiert wurden, die so ausgeprägt die Perspektive des Finanzsektors unterstützen? In den letzten Jahren sind zunehmend Studien in der Internationalen Politischen Ökonomie entstanden, die den institutionellen Hintergrund der internationalen Standardisierung der Rechnungslegung hervorheben (Dewing und Russell 2004, 2007; Perry und Nölke 2005, 2006; Nölke und Perry 2007; Botzem 2007a, 2007b). Im Mittelpunkt steht dabei regelmäßig das IASB, welches zweifellos die zentrale Machtstellung in Bezug auf dieses Regelwerk einnimmt, angesichts der Tatsache, dass inzwischen mehr als hundert Länder die Standards des IASB anwenden. Das IASB ist umgeben von einer Reihe von Komitees, deren Mitgliedschaft im Wesentlichen von einem dichten Netzwerk transnationaler Akteure getragen wird. Eine im Jahr 2005 durchgeführte Analyse zeigt, dass dieses Netzwerk von Unternehmen des Finanzsektors sowie von den großen vier Rechnungsprüfungsfirmen dominiert wird (Perry und Nölke 2005). Andere Akteurstypen, wie zum Beispiel Unternehmen aus dem Produktionssektor, nationale Regulierungsagenturen oder gar Gewerkschaften sind klar unterrepräsentiert. Zudem hat das Netzwerk insgesamt eine relativ klare angelsächsische Ausrichtung, was an der relativen Überrepräsentation von Akteuren aus dem angelsächsischen Finanzsektor sowie von internationalen Organisationen, die normalerweise relativ eng mit den Präferenzen dieser Akteure verbunden sind (z. B. IOSCO), liegt. Selbst die "Rheinische" Kapitalismusvariante wird hier repräsentiert von multinationalen Unternehmen, wie BASF, Daimler oder der Deutschen Bank, die bereits eine Arbeitsweise und Ausrichtung angenommen haben, die jener angelsächsischer Unternehmen recht ähnlich ist. Diese Beobachtungen wurden auch durch eine Reihe von Studien über die Entscheidungsfindung innerhalb des IASB bestätigt, die insbesondere die Dominanz angelsächsischer Akteure hervorheben (Botzem 2007a; Dewing und Russell 2007). Auch eine Analyse des öffentlichen Konsultationsprozesses für einzelne IASB Standards führt zu ähnlichen Ergebnissen. Das IASB publiziert Entwürfe seiner Rechnungslegungsstandards und anderer relevanten Dokumente normalerweise für 90 Tage auf seiner Website. Während dieser Periode kann jeder interessierte Akteur eine Stellungnahme abgeben, die dann im anschließenden Deliberationsprozess innerhalb des IASB-Komiteenetzwerks einbezogen werden kann. Eine Analyse der Verfasser aller Stellungnahmen der ersten zwei Jahre nach der Entscheidung des Europäischen Parlaments, in Zukunft IASB Standards anzuwenden, zeigt ein sehr deutliches Muster (Perry und Nölke 2005): Zu den wichtigsten Akteuren gehören die großen vier Rechnungsprüfungsfirmen, gefolgt von Assoziationen der einschlägigen Berufsverbände sowie internationalen

Standardisierungsagenturen. Im Bezug auf wirtschaftliche Sektoren dominieren Unternehmen des Finanzsektors. Die einzige aktive internationale Organisation in diesen Stellungnahmen ist die IOSCO, während soziale Gruppen wie Gewerkschaften in diesem Prozess vollkommen fehlen, ähnlich wie in den Komitees des IASB.

Bestätigt wurden diese Befunde von institutionellen Analysen der Veränderungen, die das IASB in den Jahren 2000 und 2005 in seiner Verfassung durchgeführt hat (Botzem 2007b). Auch hier wird die dominierende Stellung von Akteuren des Finanzsektors, wie auch von regulatorischen Konzepten aus dem angelsächsischen Bereich deutlich. So war etwa die im Jahr 2000 durchgeführte Verfassungsreform des IASB ausgerichtet an einem angelsächsischen Ansatz privater Selbstregulierung, wie er z. B. im US Financial Accounting Standards Board zu finden ist – in deutlichem Kontrast zu einem kontinentaleuropäischen Ansatz, der auf nationaler Repräsentation aufbaut. Zudem lösten die Reformen einen Teilzeitentscheidungsfindungsprozess, der auf eine möglichst breite Repräsentation der verschiedenen Teile der Profession abzielte, durch eine expertengetriebene Organisation ab, die nur für jene offen ist, die die notwendigen analytischen Ressourcen haben, insbesondere durch eine Tätigkeit innerhalb der vier großen Rechnungsprüfungsfirmen. Schließlich diente aus dieser Perspektive der Aufbau eines "Board of Trustees" im Endeffekt dazu, diese technischen Aspekte des IASB von politischem Einfluss abzuschirmen.

Insgesamt wird bei einer Analyse der institutionellen Strukturen und Prozesse der internationalen Rechnungslegungsstandardisierung sehr deutlich, warum diese Standards in den letzten Jahren zunehmend Finanzialisierungsprozesse unterstützt haben. Aufbauend auf einer Dominanz von Akteuren mit einem Hintergrund im Finanzsektor, bzw. mit einer großen Nähe zu den entsprechenden angelsächsischen Institutionen, hat das IASB in den letzten Jahren zunehmend Standards verabschiedet, die sich in erster Linie an die Investoren auf transnationalen Finanzmärkten richten. Diese Standards haben Finanzialisierung nicht nur dahingehend unterstützt, dass sie in Bezug auf Unternehmen des Produktionssektors eine Finanzmarktperspektive eingenommen haben (Perry und Nölke 2006), sondern auch durch eine relative Höherbewertung von Finanzanlagegütern. Die Reorganisation der internationalen Harmonisierung von Rechnungslegungsstandards für Unternehmen hat damit in den letzten Jahren zu einer institutionellen Absicherung und Vertiefung von Finanzialisierungsprozessen geführt.

# 4. Standards der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und Finanzialisierung

Die Frage der Produktivität und Profitabilität des Finanzsektors wird nicht nur im Rahmen von Rechnungslegungsstandards für einzelne Unternehmen verhandelt, sondern auch im Rahmen von Standards für ganze Volkswirtschaften, also in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Hier geht es um die Formulierung und Publikation von Statistiken, die darauf abzielen, das generelle Niveau sowie die Zusammensetzung der ökonomischen Aktivitäten einzelner Nationalstaaten abzubilden. Die wichtigsten statistischen Maßzahlen sind hier die auf nationaler Ebene aggregierten Angaben für das Nationaleinkommen, insbesondere die vielfach zitierten Zahlen für das Bruttosozialprodukt (BSP), das den Wert aller innerhalb eines Jahres innerhalb der Grenzen eines Staats produzieren Waren und Dienstleistungen angeben soll. Das Bruttosozialprodukt gehört zu den wichtigsten Bezügen vieler wirtschaftspolitischer Debatten, einschließlich jener Debatten über den Beitrag des Finanzsektors für den nationalen Wohlstand. Ganz besonders intensiv wird diese Debatte in Großbritannien geführt, wo der entsprechende Beitrag zum Bruttosozialprodukt regelmäßig als Kernargument für die Bedeutung des Bank- bzw. Finanzsektors für diese Wirtschaft herangeführt wird (Christophers 2011, S. 115ff.; vgl. auch Haldane 2010).

In den letzten Jahren ist die Berechnung des Bruttosozialprodukts etwas kontroverser geworden. Dazu gehört beispielsweise die Miteinbeziehung der Hausarbeit, aber auch die implizite Gleichsetzung von wirtschaftlichem Wachstum (Wachstum des Bruttosozialprodukts) und generellem Wohlbefinden. Für unser Thema ist allerdings das sogenannte "banking problem" noch weitaus relevanter (Christophers 2011, S. 121-126), d. h. die Schwierigkeit, dem Finanzsektor im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ein adäquates Maß für dessen Wohlfahrtsbeitrag zuzuordnen. Wie nachfolgend unter Bezug auf die entsprechenden Studien von Brett Christophers (2011) gezeigt wird, ist der Anteil des Finanzsektors am Bruttosozialprodukt nicht so groß ist wie gemeinhin angenommen. Vielmehr wurden seine Aktivitäten durch Veränderungen in den entsprechenden Standards der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung in zunehmenden Maße als "produktiv" dargestellt.

Es gibt verschiedene Methoden der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Die einzige Methode, die allerdings Daten für verschiedene Industrien bzw. Sektoren der Ökonomie bereitstellt, ist die Produkt/Output-Methode. Diese Methode aggregiert das Bruttoinlandsprodukt, indem der Output einzelner Sektoren, Industrie für Industrie, zusammenaddiert wird. Da der Output einer Industrie häufig der Input einer anderen ist, zählt hier nur der geschaffene Mehrwert, also Output minus Input (Christophers 2011, S. 120). Wenn wir diesen Ansatz auf den Finanzsektor

anwenden, sind verschiedene Aktivitäten für die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung völlig unproblematisch. Das gilt insbesondere für die Bereitstellung solcher Dienstleistungen, bei denen explizit Leistungen gegen Gebühren erbracht werden (z. B. Beratung, Fondsmanagement, Währungskonzeption etc.). Hier ist es klar, was für eine Dienstleistung bereitgestellt wurde, wer diese bereitgestellt hat und wie viel dafür bezahlt wurde (Christophers 2011, S. 123). Gleichzeitig ist klar, dass das einfache Kaufen und Verkaufen von Anlageobjekten durch Banken mit ihren eigenen Mitteln aus der Kalkulation des Bruttoinlandsprodukts herausgenommen wird, wie auch entsprechende Transaktionen in anderen Sektoren. Die dritte wesentliche Aktivität von Banken, die klassische Intermediation (z. B. die Annahme von Geldeinlagen und die Bereitstellung von entsprechenden Darlehen), erzeugt allerdings erheblich Berechnungsprobleme. Die Einnahmen der Banken aus dieser Intermediation sind keine Zahlungen für Dienstleistungen, sondern entstehen durch die Differenz zwischen den unterschiedlichen Zinssätzen für Bankeinlagen und Kredite. Dementsprechend funktioniert die typische Kalkulation des Mehrwerts durch den Abzug des Inputs (die Kosten der Dienstleistungsprodukte anderer Sektoren) von den Outputs (Verkäufen) nicht. Auch in anderen Sektoren werden Einkünfte durch Zinsen nicht als Mehrwert einbezogen. Wenn man nun einbezieht, dass diese Aktivität für den Finanzsektor sehr zentral ist und die gesamte Kostenbasis des Sektors einbezogen wird, kann dies zu einem negativen Mehrwert des Banksektors insgesamt führen (Christophers 2011, S. 124). Wie kann ein solcher Befund nun mit der gemeinhin behaupteten hohen Profitabilität des Bankensektors vereinbart werden?

Seit den späten 1940er Jahren wurde dieses Paradox der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung in mehreren Schritten dahingehend bearbeitet, dass die finanzielle Intermediation zunehmend in Richtung einer produktiven, wertschaffenden Aktivität verrückt wurde. Brett Christophers (2011, S. 127-134) hat drei wesentliche Phasen in diesem Prozess identifiziert. Die meisten Länder sind diesen Phasen gefolgt, allerdings mit den USA als wichtigster Ausnahme und (aus der Perspektive der Finanzialisierungsdiskussion paradoxerweise) dem Vereinigten Königreich als einem relativen Nachzügler. In der ersten Phase galt der Ansatz, dass Intermediation einfach als unproduktiv eingestuft und die entsprechenden Zinseinkommen aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung herausgenommen werden. Diese Phase dauerte in Frankreich bis 1975, Großbritannien bis in die frühen 1980er Jahre und in Dänemark, Deutschland und Griechenland sogar bis 2001 genutzt. Der zweite Ansatz, Intermediation als implizit produktiv, wurde in den USA von Anfang an benutzt und wurde auch in den ersten globalen Standard inkorporiert, der von der Statistikkommission der Vereinten Nationen im Rahmen des Systems der nationalen Rechnungslegung (System of National Accounts / SNA) 1953 publiziert wurde. Hier wurde das Problem "gelöst", indem die Nettozinseinkünfte aus Intermediation nicht nur des Finanzsektors, sondern auch anderer Sektoren als implizite Bankdienstleistung berechnet wurden (Imputed Bank Service Charge/ ISBC). Eine revidierte Version der SNA-Standards, die im Jahr 1968 publiziert wurde, behandelte diese Zinseinkommen als Input eines zusätzlichen, nur auf dem Papier stehenden Industriesektors, der keinen Output erzeugt (Christophers 2011, S. 130). Auch diese Maßnahme verhilft dem Finanzsektor zu einer positiven Mehrwertberechnung in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Allerdings war die Erfindung eines imaginären wirtschaftlichen Sektors nicht für alle Beteiligten überzeugend, so dass in jüngerer Zeit eine dritte Phase der Standardisierung eingeläutet wurde, die die Finanzintermediation explizit produktiv gemacht hat. Fokus dieser Phase ist der globale SNA-Standard von 1993, der eine indirekte Messung der Intermediationsleistungen (Financial Intermediation Services, Indirectly Measured/FISIM) einbezieht und von der Differenz zwischen den aktuellen Zinseinnahmen und einer von den Standardsetzern angenommenen Referenzrate abgeleitet wird. Hier wird die Intermediation direkt produktiv, da sie das eingegangene Risiko als die Dienstleistung identifiziert, für die die Zinsdifferenz als Entgelt genommen wird. Auf dieser Grundlage ist der Finanzsektor über die letzten zwei Dekaden sehr "produktiv" geworden, mit erheblichen Implikationen für das gesamte Nationaleinkommen. Simulationen, die das Bruttosozialprodukt für Länder wie Frankreich und Großbritannien aufbauend auf der Einführung des FISIM rückwirkend neu berechnen, kommen zu einer Erhöhung von mehr als zwei Prozentpunkten (Vanoli 2005, S. 157). Besonders heikel ist bei dieser bis heute geltenden Konvention, dass die gesetzte Referenzzinsrate potentiell leicht manipulierbar ist, was im Nachgang der Finanzkrise von Beobachtern wie Andrew Haldane (2010) auch grundlegend kritisiert wurde. Insbesondere, wenn das grundliegende Risiko sehr gering eingeschätzt wird - was in den Jahren vor der Finanzkrise offensichtlich der Fall war - wird die Referenzzinsrate viel zu niedrig angesetzt, was damit zu einer deutlichen Überrepräsentation des produktiven Beitrags des Finanzsektors zur Volkswirtschaft führt.

## 5. Die Institutionen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und der Finanzsektor

Es gibt auffällige Parallelen zwischen Veränderungen bei den Rechnungslegungsstandards für Unternehmen und jenen der volkwirtschaftlichen Gesamtrechnung. Beide sind in den vergangenen Dekaden zu Berechnungsstandards übergegangen, die den produktiven und profitablen Beitrag des Finanzsektors tendenziell überrepräsentieren. Ich habe zeigen können, dass diese Vorgehensweise für den Bereich

der Unternehmensrechnungslegung von einer ganzen Reihe institutioneller Veränderungen unterstützt werden. Hier stellt sich jetzt die Frage, ob ähnliche Veränderungen in den institutionellen Strukturen jener Komitees, die die Standards für volkswirtschaftliche Gesamtrechnung erstellen, ebenfalls vorzufinden sind. Zum jetzigen Zeitpunkt ist diese Frage noch nicht verbindlich zu beantworten, sie ist ein Thema für zukünftige Forschung. Dabei ist es sowohl notwendig, sich die formellen institutionellen Strukturen als auch die diskursiven Prozesse der Standardsetzung für volkswirtschaftliche Gesamtrechnung in Bezug auf den Finanzsektor näher anzusehen, analog der für die Unternehmensrechnungslegungsstandards bereits mit großem Erfolg angewendeten Forschungsstrategien. Zu den Kernfragen gehört dabei, ob die Veränderungen, die die Produktivität des Banksektors zunehmend positiv dargestellt haben, politisch-institutionell vom Finanzsektor vorwärtsgetrieben wurden oder eine nicht intendierte Konsequenz von Handeln aus anderen Motiven war, etwa dem Interesse der an der Standardsetzung beteiligten Ökonomen an der intellektuellen Kohärenz und empirischen Relevanz des eigenen Werks (vgl. Christophers 2011, S. 125). So stellt Vanoli in seiner Geschichte der Standardsetzung rückblickend fest:

"The boom in financial activities during the 1980s and 1990s made the 1968 solution unsustainable. The situation is no longer that of the early 1950s ('It should be emphasized that the total amount involved will in most countries be small...' says the 1952 Standardised System, p. 51) and there is little justification to badly treat one of the major economic activities." (2005, S. 155)

Erste Hinweise für zumindest rudimentäre institutionelle Entwicklungen, die in die Richtung einer versuchten Einflussnahme durch den Finanzsektors bzw. von mit der Weltsicht des Finanzsektors verbundenen Institutionen weisen, lassen sich allerdings auch feststellen. So fand im Jahr 2003 ein Treffen der zuständigen OECD-Abteilung "National Accounts und Economic Statistics" mit Vertretern des Finanzsektors (UBS, Swiss Re), vermittelt von der Schweizer Nationalbank, im Kontext der "OECD Taskforce on the Measurement of Production of Financial Institutions" statt. Aus dem Protokoll der Sitzung geht hervor, dass große Banken sich hier um aktives Lobbying bemüht und entsprechend ihre Expertise zur Verfügung gestellt haben, was von der OECD dankbar aufgegriffen wurde:

"The meeting confirmed that the measurement of financial services was not only an issue for national accountants but also a question of significant interest for the financial services industry. This is further underlined by the fact that the financial services industry has itself been undertaking conceptual and empirical work on this matter." (OECD 2003, S. 2)

Zu den wichtigsten Themen dieses Treffens gehörte die im Rahmen der FISIM notwendige Referenzrate, die ja im Nachgang der Finanzkrise von Haldane (2010) als wichtigste Stellschraube für den – von ihm als überschätzt angesehenen – Beitrag des Finanzsektors zum Bruttosozialprodukt angesehen wird:

"An important agenda item concerned the choice of the reference rate. It was confirmed that: Methodology matters. The simulations... showed that the choice of the reference rate mattered empirically and had repercussions on the measured level of GDP." (OECD 2003, S. 3)

Diese Hinweise müssen noch systematischer untersucht werden, zumal die gängigen Werke zur Geschichte und Systematik der nationalen Rechnungslegung (z. B. Kennessey 1994; Shaikh und Tonak 1994; Harrison 2005; Vanoli 2005; Bos 2009) sich nicht mit der Frage einer Einflussnahme durch gesellschaftliche Akteure auf den Inhalt spezifischer Standards beschäftigen. Immerhin wird darauf verwiesen, dass bei dem – aus der Perspektive der Finanzialisierung – besonders wichtigen Übergang von den 1968-Standards zu den 1993-Standards die Rolle des Internationalen Währungsfonds (IWF), der Weltbank und Großbritanniens deutlich zugenommen hat und die heute geltende FISIM-Konvention v. a. auf Vorarbeiten aus dem IWF basiert (Vanoli 2005, S. 137f., 155), was der prominenten Rolle von Akteuren mit angelsächsischen Hintergrund im IASB entspricht.

#### 6. Fazit

Ich habe in meinem Beitrag zumindest in ersten Ansätzen zeigen können, wie jüngere Entwicklungen im Bereich der Rechnungslegungsstandards – sowohl auf der Ebene einzelner Unternehmen als auch auf der Ebene ganzer Volkswirtschaften – Hand in Hand gegangen sind mit einer Perspektive auf die Ökonomie, die als Finanzialisierung zusammengefasst werden kann. Der kausale Zusammenhang zwischen diesen beiden Entwicklungen ist dabei nicht ganz eindeutig – veränderte Rechnungslegungsstandards unterstützen Finanzialisierung, zunehmende Finanzialisierung erfordert aber auch andere Rechnungslegungsstandards – aber es ist wohl kein reiner Zufall, dass die zunehmende Rolle des Finanzsektors in der Rechnungslegung für Unternehmen und Nationen mit dem Aufstieg der Finanzialisierung Hand in Hand gegangen ist.

Ausgangspunkt meines Beitrags war die Notwendigkeit zur Entwicklung eines Forschungsprogramms zur Untersuchung der "Politik der Finanzialisierung". In explorativer Absicht habe ich internationale Institutionen analysiert, die sich mit der Bestimmung des Wohlfahrtsbeitrags des Finanzsektors beschäftigen, sowohl auf Ebene einzelner Unternehmen als auch auf der Ebene ganzer Volkswirt-

schaften. In beiden Fällen ließen sich in den letzten Jahrzehnten Veränderungen in der Substanz der entsprechenden Berechnungsstandards feststellen, die den relativen Wohlfahrtsbeitrag des Finanzsektors gegenüber anderen wirtschaftlichen Sektoren deutlich höher ansetzten als frühere Berechnungsmethoden. In beiden Fällen ließ sich die Verschiebung in der Substanz der Standards zumindest mittelbar auf die Beteiligung von Vertretern des Finanzsektors in den entsprechenden Beratungen zurückführen, auch wenn diese Beteiligung keinesfalls als ausschlaggebend für die entsprechenden Veränderungen dargestellt werden soll. Ebenfalls nicht unwichtig waren wahrscheinlich die Bemühungen der Standardsetzer um die intellektuelle Kohärenz ihrer Normen. Auffällig ist auch, dass das "banking problem" nicht bei jenen Aktivitäten der Banken ansetzt, die als besonders "finanzialisiert" gelten (dem Investmentbanking und dem Eigenhandel), sondern an der klassischen Kernaktivität von Banken.

Für die weitere Forschung zur Politik der Finanzialisierung sollte also die Homogenität und die Zielstrebigkeit der entsprechenden Entscheidungsprozesse daher nicht überschätzt werden. So können wir zwar feststellen, dass in den vergangenen vier Jahrzehnten Finanzialisierung zunehmend die Finanzmärkte und andere gesellschaftliche Bereiche durchdrungen hat und dabei offenbar vergleichbaren Abläufen folgt. Gleichzeitig erscheint es jedoch wahrscheinlich, dass fortschreitende Finanzialisierung kein linearer Prozess ist, sondern (ein zunehmend umkämpftes) Projekt mit Phasen der Stagnation und zudem (bisher weitgehend erfolglosen) Versuchen der Definanzialisierung. Zudem ist davon auszugehen, dass fortschreitende Finanzialisierung sich in verschiedenen ökonomischen und außerökonomischen gesellschaftlichen Bereichen und in verschiedenen Ländern unterschiedlich intensiv auswirkt und dabei das Produkt einer Kombination unintendierter Konsequenzen mit dem zielstrebigen Wirken bestimmter Gruppen darstellt, die staatliche und private Akteure einschließen. Zur Erklärung der politischen Durchsetzung von Finanzialisierung müssen daher strukturelle, diskursive und instrumentelle Machtdimensionen einbezogen werden sowie Institutionen auf nationaler, europäischer und global-transnationaler Ebene.

### Literatur

- Arrighi G. 1994. The Long Twentieth Century. London: Verso.
- Barlev, B., und J. R. Haddad. 2003. Fair Value Accounting and the Management of the Firm. *Critical Perspectives on Accounting* 14 (4): 383-415.
- Barth, M. E., und W. Landsman 2010. How Did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis? European Accounting Review 19 (3): 399-423.
- Bos, F. 2009. The National Accounts as a Tool for Analysis and Policy: History, Economic Theory and Data Compilation Issues. MPRA Paper No. 12382.
- Botzem, S. 2007a. Transnational Expert-driven Standardization Accountancy Governance from a Professional Point of View. In *Transnational Private Governance and its Limits*, hrsg. J.-C. Graz, and A. Routledge: London.
- Botzem, S. 2007b. Changes in Professional Standardization The Role of Private Actors in International Accounting Regulation, Sixth SGIR Pan-European Conference on International Relations, Turin, 12-15 September.
- Brenner, R. 2002. The Boom and the Bubble: The US in the World Economy. London: Verso.
- Buchanan, J., J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2009. Undisclosed and Unsustainable: Problems of the UK National Business Model. *CRESC* Working Paper No. 75.
- Christophers, B. 2011. Making Finance Productive. Economy and Society 40 (1): 112-140.
- CRESC 2009. An Alternative Report on UK Banking Reform. Manchester.
- Crotty, J. 2008. If Financial Market Competition is so Intense, why are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current Golden Age of Finance. *Competition and Change* 12 (2): 167-183.
- Deeg, R., und M. O'Sullivan. 2009. The Political Economy of Global Finance Capital. World Politics 61 (4): 731-763.
- Dewing, I. P., und P. O. Russell. 2007. The Role of Private Actors in Global Governance and Regulation: US, European and International Convergence of Accounting and Auditing Standards in a post-Enron World. In *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, hrsg. H. Overbeek, A. Nölke, and B. van Apeldoorn. Routledge: London.
- Dewing, I. P., und P. O. Russell 2004. Accounting, Auditing and Corporate Governance of European Listed Companies: EU Policy Developments Before and After Enron. *Journal of Common Market Studies* 42 (2): 289-319.
- Duménil, G., und D. Lévy. 2001. Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis. Review of International Political Economy 8 (4): 578-607.
- Dumenil, G., und D. Levy. 2004. Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution. Cambridge: Harvard University Press.
- Epstein, G. A. 2005. Financialization and the World Economy. Cheltenham: Edward Elgar.
- Ernst & Young 2005. How Fair is Fair Value? http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Assurance\_-\_IFRS\_-\_How\_Fair\_is\_Fair\_Value. Zugegriffen: 16. Dezember 2012.
- Erturk, I., J. Froud, A. Leaver, M. Moran, und K. Williams. 2011. Haldane's Gambit: Political Arithmetic and/or New Metaphor. CRESC Working Paper No. 97.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal, und K. Williams. 2000. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. *Economy and Society* 29 (1): 80-110.
- Froud, J., S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2006. Financialization and Strategy: Narrative and Numbers. London: Routledge.
- Haldane, A. 2010. What is the Contribution of the Financial Sector: Mirage or Miracle? London: London School of Economics and Political Science.
- Harrison, A. 2005. The Background to the 1993 Revision of the System of National Accounts (SNA). Paris: OECD. Heires, M., und A. Nölke. 2013; im Erscheinen. Finanzialisierung. In Theorien der Internationalen Politischen
  - deires, M., und A. Nölke. 2013; im Erscheinen. Finanzialisierung. In *Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie*, hrsg, J. Wullweber, A. Graf, und M. Behrens. Wiesbaden: VS Verlag.
- Hilferding, R. 1910. Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development. London: Routledge and Kegan Paul, 1981.

IASC 1997. Discussion Paper on Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities. International Accounting Standards Committee: London.

- Kennessey, Z. hrsg. 1994. The Accounts of Nations. Amsterdam: IOS Press.
- Krippner, G. R. 2011: Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge: Harvard University Press.
- Laux, C., und C. Leuz. 2009. The Crisis of Fair-Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate. Accounting, Organizations, and Society 34 (6-7): 826-834.
- Laux, C., und C. Leuz. 2010. Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis? Journal of Economic Perspectives 24 (1): 93-118.
- Nölke, A. 2010. The Politics of Accounting Regulation: Responses to the Subprime Crisis. In Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change, hrsg. E. Helleiner, S. Pagliari, und H. Zimmermann. London: Routledge.
- Nölke, A., und J. Perry. 2007. The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB. *Business and Politics* 9 (3): 1-25.
- OECD 2003: Measurement of Production of Financial Institutions. Joint Workshop of Swiss Federal Statistical Office, Swiss National Bank and OECD, 28-29 August. Paris.
- Perry, J., und A. Nölke. 2005. International Accounting Standard Setting: A Network Perspective. *Business and Politics* 7 (3): 1-32.
- Perry, J., und A. Nölke. 2006. The Political Economy of International Accounting Standards. *Review of International Political Economy* 13 (4): 559-586.
- Pixely, J. 2004. Emotions in Finance: Distrust and Uncertainty in Global Markets. Cambridge: Cambridge University Press.
- Shaikh, A. M., und E. A. Tonak. 1994. Measuring the Wealth of Nations: The Political Economy of National Accounts. Cambridge: Cambridge University Press.
- Vanoli, A. 2005. A History of National Accounting. Amsterdam: IOS Press.

# II. Finanzialisierung des Finanzsektors

## Finanzialisierung und die Performativität des Schattenbanksystems

Oliver Kessler/Benjamin Wilhelm

### 1. Einleitung

Finanzialisierung beinhaltet mehr als nur eine Neugewichtung oder Abkopplung der Finanzmärkte gegenüber der Realwirtschaft. Finanzialisierung verweist auch *innerhalb* der Finanzmärkte auf eine sich verändernde Ausrichtung und Organisation von Finanzmarktpraktiken. Ein neues Netzwerk aus Banken, Rating-Agenturen, Investoren und Experten verbindet sich über neue Praktiken wie die Verbriefung von Forderungen, die Konstruktion von strukturierten Finanzprodukten oder Versicherungsinstrumenten¹ und verändert damit die Strukturen und Handlungssysteme innerhalb der Finanzmärkte.

Ein Ergebnis solcher Transformationen ist das gegenwärtig umstrittene Schattenbanksystem. In der Diskussion zur aktuellen Wirtschaftskrise besteht ein allgemeiner Konsens darüber, dass das Schattenbanksystem mit zur Instabilität des Finanzsystems beigetragen hat. Ohne das Schattenbanksystem, dessen "Kultur", Praktiken und eigene Regeln wäre die aktuelle Krise kaum vorstellbar. Umso mehr verwundert es, dass dieses System vor der Krise weitgehend unbeachtet geblieben war. Wenn ein System mit einem zugeschriebenen Vermögenswert von 50 Billionen US Dollar und damit 27 Prozent der Vermögenswerte der westlichen Industriestaaten unbeachtet bleibt, ist die Idee einer institutionalisierten Kurzsichtigkeit nicht weit her geholt (BIZ 2012, S. 67).

Inzwischen ist das Schattenbanksystem<sup>2</sup> in das Licht der Öffentlichkeit gerückt. Der Begriff Schattenbanksystem umfasst dabei eine Vielzahl unterschiedlicher Akteure, wie Hedge-Fonds, Zweckgesellschaften oder Geldmarktfonds und verweist auch auf unterschiedliche Probleme der daraus resultierenden Finanztransaktionen

<sup>1</sup> Wie etwa Collateralised Debt Obligations oder Credit Default Swaps (für eine Beschreibung siehe MacKenzie 2010, 2012).

<sup>2</sup> Der Begriff geht auf Paul McCulley zurück, der den Begriff auf einer Rede bei der Federal Reserve Konferenz in Jackson Hole benutzte. Siehe auch (McCulley 2009, S. 257; Palan und Nesvetailova 2012)

die Over-the-counter oder Offshore getätigt werden. Er dient somit als Symbol für die Reformnotwendigkeit globaler Finanzmärkte (siehe dazu unter anderem Munteanu 2010; Pakravan 2011; Pozsar 2008). Ob es um volatile Investitionsströme, neue Finanzpraktiken oder die dynamische Neuordnung des globalen Finanzsystems geht, gerne richtet sich der Blick auf das Schattenbanksystem, um auf negative Konsequenzen freier Marktkräfte hinzuweisen (Ojo 2011; Pozsar und Singh 2011; Weber 2011). Vor allem die Kerninstitutionen der internationalen Reformbemühungen wie der Internationale Währungsfond (IWF), die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und der Finanzstabilitätsrat (FSB) thematisieren das Schattenbanksystem in ihren Publikationen und haben den Begriff somit inzwischen etabliert.

Mit diesem Beitrag verfolgen wir zwei Ziele: Zum einen wollen wir einen – wenn auch rudimentären – Überblick über die behandelten Akteure und Themen bieten und ein besseres Verständnis der Kategorie "Schattenbanksystem" ermöglichen. Zum anderen wollen wir jedoch auch über die reine Darstellung hinausgehen und die Konturen und Grenzen der Debatte kritisch hinterfragen. Dabei wollen wir aufzeigen, dass die Debatte primär an *technischen Fragen* interessiert ist, die sich direkt und funktional aus den Problembeschreibungen ableiten und dabei wichtige Fragestellungen wie den kontextualen Rahmen von Finanzpraktiken ausblenden³ (vgl. dazu Kessler 2012 für eine Diskussion; Sinclair 2009; Engelen et al. 2011).

Der erste Teil dieses Beitrags zeigt auf, wie sich der Begriff des Schattenbanksystems in die Debatte eingeschrieben hat und welche Akteure und Praktiken dabei am Werk waren. Der zweite Teil argumentiert, dass eine Regulierung des Schattenbanksystems drei unterschiedliche Aspekte betont: (1) Entweder wird das Schattenbanksystem als *räumliches* Problem verstanden; oder es wird (2) als ein *zeitliches* Problem der Liquiditätsstrukturen gesehen; oder aber es wird (3) über die Existenz bestimmter neuer *Akteure* bestimmt. Ironischerweise zeigt jede dieser drei Dimensionen eine bestimmte Utopie auf, die dieser Diskussion zu Grunde liegt und die dann letztlich Markteffizienz und Stabilität realisieren soll. Im abschließenden Teil verweisen wir auf die Finanzialisierungsliteratur, um aufzuzeigen, wie sich die Praktiken der Finanzmärkte verändert haben und wie sich daraus weitere theoretische und methodische Fragen für Regulierung und deren Analyse ergeben.

### 2. Herausbildung des Schattenbanksystems

Rekonstruktionen des Schattenbanksystems beginnen etwa mit dem New Deal, als in den USA mit der Förderung von öffentlichen Unternehmen begonnen wurde

<sup>3</sup> Technische Fragestellung bedeutet hier vor allem: Zielorientiert und für die Lösung eines vorgegebenen Problems eine als notwendig postulierte (und daher unpolitische) alternativlose Entscheidung.

(sogenannten Government Sponsored Enterprises (GSEs) insbesondere Fannie Mae und Freddie Mac). Ihre Aufgabe bestand darin, auf dem Sekundärmarkt Hypotheken aufzukaufen und diese als Mortgage Backed Security (MBS) zu verbriefen. Damit verändern die GSEs nicht nur die Bankenfinanzierung, sondern, wie Pozsar et al. darlegen, sind sie "cradles of the originate-to-distribute model of securitized credit intermediation" (2012, S. 13). Hier findet zum ersten Mal die Verbriefung von Hypotheken statt, die in der Folge und unter dem Dach internationaler Kapitalstandards Kreditrisiken von Banken reduzieren. es ist der Grundstein einer fortschreitenden Vernetzung zwischen internationalen Banken durch die Expansion dieser strukturierten Finanzprodukte.

Der nächste Schritt zum Schattenbanksystem lässt sich um 1970 festmachen und verbindet zwei Ereignisse: Zum einen privatisiert die US Regierung die GSEs. Zum anderen führt die damalige Regulierung von Zinssätzen zur Etablierung von Geldmarktfonds (money market mutual funds, MMMFs). 4 Damit wurde es möglich, die US-Zinsregulierung zu umgehen, mit der Konsequenz, dass sich die Liquiditätsströme weg von den regulierten Finanzunternehmen hin zu den Geldmarktfonds verschoben. Dies etablierte breitangelegte Handelsgeschäfte mit Verbriefungen Anfang der 1980er-Jahre (Adrian und Shin 2009, S. 3), die dann durch die Restrukturierung der Regulierung solcher Finanzpraktiken mit der Aufhebung des Glass-Steagall-Acts durch die zweite Clinton-Administration weiter forciert wurden (Zamagni 2009, S. 321). Die Niedrigzinspolitik während der ersten Bush jun.-Administration stellt dann den letzten notwendigen Anreiz dar, um Finanzinnovationen auf einem breiten Markt zu induzieren. Sprunghaft steigt die globale Verbreitung von Derivaten und speziellen Versicherungen (wie etwa Credit Default Swaps, CDS) an, die sich dabei der offiziellen Regulierung entziehen. Gorton und Metrick kommen darüber hinaus zu dem Ergebnis, "[that] a series of innovations and regulatory changes eroded the competitive advantage of banks and bank deposits" (2010, S. 266). Diese Dynamik hat so eine selbstverstärkende Wirkung, indem Finanzprodukte abseits eines regulierten Bereichs weitere Anschlussmöglichkeiten für umfangreiche Investitionen außerhalb des traditionellen Bankensektors ermöglichen.

Hieran schließen sich drei spezifische Problemlagen an: Das Schattenbanksystem ist nicht nur eine Ansammlung von neuen Akteuren. Im Zuge der letzten Etappe hat sich die Rolle der Zentralbanken mit dem Fokus auf marktbasierte Kreditgeschäfte verändert. Genau hierfür war und ist ein Schattenbanksektor am Werk, der den Handel nicht direkt gesicherter Finanzprodukte unterstützt (BIZ 2011, S. 29). Ebenso stellen die im Schattenbankensystem befindlichen Akteure eine Art Scharnier

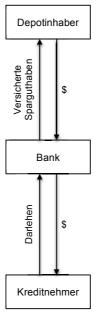
<sup>4</sup> Geldmarktfonds sind Investmentfonds, bei denen die Investoren vor allem in liquide und sichere Wertpapiere investieren. Sie sind als "Parkplatz" für Überschüsse gedacht.

zwischen traditionellen Banken und bestimmten Investmentpraktiken dar (Engelen et al. 2011, S. 45). Durch die Etablierung von Zweckgesellschaften (SPVs) wurde ein Handelsmechanismus ermöglicht, wodurch Banken strukturierte Finanzprodukte nicht mehr in ihrer Bilanz aufführen und damit die Risiken auch nicht mit Kapital absichern mussten, wie es das Basel-II-Abkommen vorsieht. Das Schattenbanksystem ist daher nicht einfach ein losgelöster Raum, sondern mit dem Netz von Regulierungen und den klassischen Akteuren auf komplexe Art und Weise verbunden. Es zeigt sich, dass Regulierungsmaßnahmen und Schattenbanksystem nicht als reaktive Prozesse, sondern ko-konstitutiv verstanden werden müssen. Das bedeutet, dass ein Verständnis der systematischen Verbindung von Finanz- und Regulierungspraktiken einen anderen Akzent setzt als die gängigere Annahme, beim Schattenbanksystem handle es sich um einen nicht-regulierten Raum.

Diese Rekonstruktion betont damit, dass dann, wenn die Instabilität des Systems aus den unzureichenden Strukturen (Pozsar et al. 2012, S. 3; Aitken und Sings 2010) oder Regulierungsfehlern resultiert, die Geschichte des Schattenbanksystems zu einer Geschichte von falschen Anreizen und Regulierungsmaßnahmen wird. Obwohl aber die Geschichte des Schattenbanksystems noch nicht abschließend erzählt ist, zeigt sich an dieser Stelle, wie der Zugriff über den Risikobegriff auch das historische Narrativ und die Ziele einer möglichen Regulierung und Reform bestimmt. Indem sich Finanzströme hin zu marktbasierten Krediten verschoben haben, wurden auch die herkömmlichen Sicherungsmechanismen wie etwa die Einlagensicherung untergraben. Risiken wurden nicht mehr abgesichert, sondern marktbasiert versichert. Dies setzt jedoch einen funktionierenden Markt voraus und negiert damit systemische Verschiebungen.

Dementsprechend wird heute das Schattenbanksystem in der Reformdebatte primär als eine neue und spezifische Form von Intermediation dargestellt (siehe dazu speziell McCulley 2007; Pozsar 2008, 2010; Adrian und Shin 2009, 2010). Es ist in seinen Möglichkeiten nicht grundlegend verschieden vom traditionellen System und bietet strukturanaloge Dienstleistungen an (Pozsar et al. 2012, S. 11): Beide managen Kredit-, Laufzeit- und Liquiditätsrisiken. Jedoch gibt es zwei grundlegende Unterschiede. Im Gegensatz zu Schattenbanken kann man die Finanzintermediation im traditionellen Bankensystem anhand der Bilanz der Banken rekonstruieren (Abbildung 1): Banken vergeben Kredite, erhalten Spareinlagen und weisen Investitionsrisiken aus, indem sie Informationen über diese Vorgänge für ihre Kunden transparent darstellen.

Abbildung 1: Vereinfachte traditionelle On-Balance-Sheet Intermediation (Gorton und Metrick 2010, S. 263).



Innerhalb des Schattenbanksystems ist die Finanzintermediation auf eine Kette von Akteuren aufgeteilt, die äußerst undurchsichtig interagieren und für einen spezifischen Zweck der "Finanzinnovation" generiert wurden (Abbildung 2 zeigt einen vereinfachten Ablauf, für eine differenziertere Darstellung siehe Pozsar et al. 2012, S. 10). Damit ist eine Darstellung der Kreditforderungen in einer Bilanz unmöglich. Es besteht ja gerade das Ziel, die Bilanz von diesen Forderungen zu bereinigen.

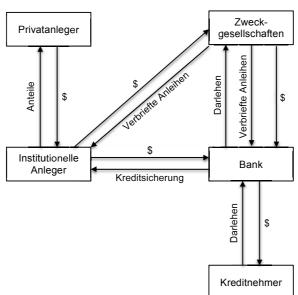


Abbildung 2: Off-Balance-Sheet Intermediation im Schattenbanksystem (Gorton und Metrick 2010, S. 264).

Zum anderen wird das traditionelle Banksystem explizit durch die Verbindung zu öffentlichen Geldern stabilisiert (im Falle des Federal- Reserve-Systems in den USA, durch die Einlagensicherung; oder speziell im Zuge der Eurokrise das Zentralbanksystem europäischer Staaten<sup>5</sup>). Im Schattenbanksystem ist es die Vernetzung privater Akteure durch Finanzprodukte, die für Liquidität und Stabilität sorgen soll(Pozsar et al. 2012, S. 3).

Dies erforderte sogenannte "Finanzinnovationen" und sorgte für eine Veränderung des internationalen Finanzmarkts (für eine Diskussion siehe Engelen et al. 2011, Kap. 1). Durch einen Analogieschluss mit Innovationen im Gütermarkt wurden Finanzinnovationen als Fortschritt und Anbruch einer neuen Ära angesehen. Eine Ära, in der Banken Risiken nicht mehr durch entsprechende Kapitalquoten ab-

Insbesondere wie genau sich der neu zu etablierende Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) hier auswirkt und welche neuen regulatorischen Konsequenzen als auch Verschiebungen im Schattenbanksystem generiert werden, stellt ein interessantes Feld für zukünftige Forschung im europäischen Kontext dar.

sichern, sondern verbriefte Finanzprodukte als Dienstleister global verkaufen: Es erschien nun möglich, dass Risiken aufgeteilt, bepreist und damit "effizient" gestreut werden konnten. Finanzinnovationen wurden damit als ein stabilisierender Faktor für das Finanzsystem angesehen. Was jedoch dazu gedacht war einzelne Investitionsrisiken zu minimieren, verlagerte das Risiko nur vom konkreten Finanzprodukt hin zu konzentrierten Risiken im Finanzsystem (siehe Adrian und Shin 2009, S. 11).

Die Ausweitung der Investitionen im Schattenbanksystem reflektiert diese Entwicklung, wie Poszar et al. aufzeigen: "securitization-based credit intermediation process has the potential to increase the efficiency of credit intermediation. However, securitization-based credit intermediation also creates agency problems which do not exist when these activities are conducted within a bank" (2012, S. 3). Hierbei wird deutlich, wie durch das veränderte Konzept des Risikos (dessen Verteilung und dessen Konzentration) das Schattenbanksystem selbst sowie seine Instabilität hervorgerufen wurde. Das Schattenbanksystem basiert auf der kontinuierlichen Verschiebung der Risikowahrnehmung und damit eine ständige neu Ausrichtung wie sich Chancen und Risiken ("moral hazard") zu einander verhalten (Gorton und Metrick 2010, S. 273). Dieser Prozess basiert auf der Verknüpfung von neuen Praktiken und Akteuren in den Finanzmärkten.

Die Geschichte des Schattenbanksystems lässt sich zusammenfassend nicht lediglich als eine reaktive Abfolge von Innovation und Regulierung als außerhalb des traditionellen Finanzsystems darstellen, sondern beide Seiten bilden zusammen ein konstitutives Moment des Finanzmarktes. Dabei wird auch ersichtlich, dass das Schattenbanksystem eine bestimmte Funktion innerhalb des Kapitalmarktes einnimmt, indem es zusätzliche Liquidität bereitstellt. Im folgenden Abschnitt geht es nun darum, die aktuellen Regulierungsbemühungen zu verdeutlichen. Dabei soll ersichtlich werden, inwiefern diese Bemühungen auf einem Paradox beruhen, da es gerade globale Regulierungsbestrebungen zu sein scheinen, die ein globales Schattenbanksystem ermöglichen.

### 3. Struktur der gegenwärtigen Regulierungsbestrebungen

Im letzten Abschnitt haben wir die Geschichte und die Konturen des Schattenbanksystems dargelegt. An dieser Stelle wollen wir uns den aktuellen Reformbemühungen widmen. Aus der Lektüre der Regulierungstexte lassen sich insbesondere drei Problemfelder hervorheben: (1) Das Schattenbanksystem ist ein Raum mit unklaren Grenzen, die noch verdeutlicht, verstanden und geklärt werden müssen (Borio et al. 2011, S. 52). (2) Das Schattenbanksystem hat keinen direkten Zugang zu öffentlichen Geldern, womit die Überwachung der Liquiditätsströme nahezu unmög-

lich wird (FSB 2012a, S. 1). Innerhalb des Schattenbanksystems entstehen so eigene Zeitstrukturen, in denen Finanztransaktionen, Liquiditätstransformation sowie Investitionslaufzeiten anderen Regeln als im traditionellen Bankensystem folgen. (3) Es ist unklar, wer zu einem bestimmten Zeitpunkt wie handelt und damit auch, wer die eigentlichen Akteure sind: die Intermediation ist auf ein Netzwerk von unterschiedlichen Akteuren verteilt, wodurch eine einfache Zuschreibung von Verantwortlichkeit erheblich erschwert wird (BCBS 2010, S. 7). Im Folgenden wird daher aufgezeigt, wie diese drei Problemfelder ein je eigenes utopisches Projekt formulieren, um die Möglichkeit einer finalen Stabilität globaler Finanzmärkte zu suggerieren.

Räumliche Ordnung: Das Schattenbanksystem wird als ein Bereich formuliert, der sich dezidiert vom traditionellen Bankensystem unterscheidet. Damit verändert sich im Bereich des Schattenbanksystems auch die Wahrnehmung geographischer Grenzen. Während das traditionelle Bankensystem noch an nationale Regulierung gebunden ist und über internationale Konventionen gegenseitig "kompatibel" gemacht wird, wird das Schattenbanksystem als genuin globaler Raum verstanden, der sich nationaler Regulierung durch eine höhere Elastizität und Ausnutzung nationaler Unterschiede gerade entzieht. Verbriefungspraktiken zeigen, wie das Schattenbanksystem nationale Grenzen überschreitet (Kessler 2012; Gorton et al. 2012): Sowohl der Handel als auch die Produktion von komplexen Finanzprodukten ist global konstituiert, auch wenn sich spezifische Konzentrationen an einigen Orten (Länder als Steueroasen, Städte mit Handelsplätzen oder einzelne Viertel und Straßen) konzedieren lassen. Die Verbindung konkreter Entitäten, wie die Hypothek und die dahinter stehende Sicherheit, lösen sich in den Finanzprodukten auf und unterliegen damit auch anderen kontextualen Bedingungen. Sowohl die ortsspezifische Hypothek als auch ihr Ausfallrisiko werden als Investmentprodukt zu einem global gehandelten Fragment.

Die Globalität und Transnationalität der im Schattenbanksystem gehandelten Finanzprodukte werden regulatorisch jedoch auf die Ebene der Nationalstaaten reduziert. Insbesondere der IWF konzentriert sich auf eine länderspezifische Regulierung des Bankensystems (IWF 2010, S. 39). Es wird davon ausgegangen, dass eine Stabilisierung nationaler Bankensysteme auch zu einer Reduzierung des systemischen Risikos globaler Finanzmärkte beiträgt (IWF 2011, S. 14). So betont der IWF etwa, dass die bisherigen Regulierungsmechanismen der einzelnen Länder nicht in der Lage seien, systematische Risiken anzugehen oder "too-important-to-fail institutions" zu retten (IWF 2010, S. 9). Oder, wie es Cerutti et al. (2011, S. 3) formulieren: "Much of the data needed for identifying and tracking international linkages, even at a rudimentary level, is not (yet) available, and the institutional infrastructure for global systemic risk management is inadequate or simply non-existent." Damit werden die

Turbulenzen auf den globalen Finanzmärkten auf unzureichend vorhandene Daten und Informationsasymmetrien zurückgeführt (IWF 2008, S. 10): In einer Situation gleicher Informationsverteilung und damit einer vollständigen Transparenz wäre diese Krise nicht aufgetreten. Die Gegenmaßnahmen richten sich so auf nationalstaatliche Einheiten, wenn beispielsweise Defizitländer zu einer besseren Informationsbereitstellung über ihr Finanzsystem aufgefordert werden. Die Generierung neuer länderspezifischer Daten solle dazu dienen, das globale Schattenbanksystem und seine Dynamik zu erfassen und dessen Regulierung zu ermöglichen (FSB 2011, S. 5). Dabei wird unterschätzt, dass diese Maßnahmen den Raum selbst, nämlich die räumliche Ordnung des Schattenbanksystems, durch neue Informationsstrukturen weiter verschieben.

Der Lokalisierung des Schattenbanksystems in seiner globalen Auswirkung durch länderspezifische Überwachungsinstrumente liegt damit letztlich ein utopisches Projekt zu Grunde, nämlich ein globales und komplexes Phänomen auf seine Teile reduzieren zu wollen und dies gleichzeitig mit dem Horizont zu versehen, dass jedes einzelne seiner Teile endgültig bestimmt werden könne. Die Dynamik und die transnationale Dimension des Schattenbanksystems werden dabei vernachlässigt.

Zeitlichkeit: Finanzpraktiken konstituieren eine eigene Temporalität der Finanzmärkte. Der zeitliche Aspekt ist zentral, wenn es um die Transformation von Laufzeiten bei Investitionen und Krediten geht. Insbesondere hier kommt dem Schattenbanksystem eine spezifische Funktion zu. Die Expansion des Schattenbanksystems zeichnet sich gerade dadurch aus, dass Funktionen des traditionellen Bankensystems vom Schattenbanksystem übernommen wurden. Es wurde zunehmend möglich, Kurzzeitkredite auch hier in mittel- und langfristig laufende Finanzprodukte umzuwandeln, ohne dass dies von einer Kreditausfallversicherung abgesichert werden musste (FSB 2012b, S. 8). So Beschreibt die BIZ: "Shadow banks have the potential to generate substantial systemic risk because they can be highly leveraged and engage in significant amounts of maturity transformation while being closely linked to commercial banks. And, as the name suggests, the shadow banks can do all of this in ways that are less than completely transparent." (BIZ 2011, S. 15) Diese Fähigkeit wurde durch Regulierungsmaßnahmen im Rahmen der Basel-Abkommen ermöglicht (du Plessis 2011, S. 11). Es sind nicht nur die verkürzten Kreditlaufzeiten, die die Bedeutung von Temporalität verschieben. Ebenso zentral ist die Möglichkeit zur eigenen Geldschöpfung im Schattenbanksystem. Die zentralbankähnliche Geldproduktion wurde erst durch eine Marktlogik ermöglicht, bei der Risiken bereits ,ein-

<sup>6</sup> Ein mehr an Regulierung bedeutet nicht automatisch eine geringere Aktivität im Schattenbankbereich. Abschnitt 2 hat genau diese komplexe Interkonnektivität von offiziellen Banken, Regulierungen und Schattenbanken betont.

gepreist' sind und so vollständig in den Wert des Produktes einfließen. Wenn der Preis eines Finanzproduktes sein Ausfallrisiko reflektiert, werden damit zukünftige Ereignisse mit ihren Wahrscheinlichkeiten in die Gegenwart projiziert. Ähnlich wie die Annahme bei einer stabilen Währung, dass sie unabhängig einer zeitlichen Entwicklung ihre Wertigkeit behält, so funktionieren auch Finanzprodukte, die durch ihren Preis zukünftige Ereignisse schon vorwegnehmen. Der ideale Markt übersetzt unmittelbar jede Information in einen Preis. Der Finanzmarkt wird als ein geschlossenes System gedacht. Dafür ist nicht nur die Übersetzung von territorialen Unterschieden in Informationen notwendig, sondern jede temporale Informationsdynamik wird auch als Marktoperation eingeschlossen (Gambacorta und Marques-Ibanez 2011, S. 2). Um also sowohl räumliche als auch temporale Ordnungen zu regulieren, muss sowohl die geographische Pluralität in ein spezifisches Regulationsmuster eingepasst als auch jede Zeitlichkeit in eine Gegenwart verwandelt werden. Beide Dynamiken betonen, dass gerade der Konzeptualisierung von Information eine entscheidende Bedeutung zukommt. Im folgenden Abschnitt geht es daher um die möglichen Akteure, die sich im Feld des Schattenbanksystems mit den Informationsstrukturen auseinandersetzen beziehungsweise diese generieren.

Positionierung der Akteure: Die Forderung nach der Regulierung des Schattenbanksystems zielt nicht nur auf Kontrollen grenzüberschreitender Finanzinteraktionen und die Adaption des traditionellen Bankensystems im Schattenbanksystem durch Laufzeittransformationen und damit auf die Bereitstellung von Liquidität, sondern auch auf die Transparenz und Sichtbarkeit der Akteure im Schattenbanksystem (Adrian und Ashcroft 2012, S. 4). Das Schattenbanksystem scheint ein prädestiniertes Beispiel dafür zu sein, Regulierungsbehörden – angesichts der nicht zu überschaubaren Komplexität – ihre eigene Unzulänglichkeit entgegenzuhalten. Der IWF verdeutlicht die Lage der staatlichen Institutionen und ihrer einseitigen Handhabe im Umgang mit den Problemen des Schattenbanksystems:

"Central banks focused mainly on inflation, not on risks associated with high asset prices and increased leverage. And financial supervisors were preoccupied with the formal banking sector, not with the risks building in the shadow financial system." (IWF 2009, S. 9)

Die Insolvenz von Lehman Brothers verdeutlichte die Unzulänglichkeit eines akteurszentrierten Regulierungsansatzes, bei dem weder die systematische Vernetzung einer Bank ersichtlich wurde, noch neu auftauchende Akteure im Schattenbanksystem Berücksichtigung fanden. Mit dem Kollaps von Lehmann Brothers traten zwei Probleme zu Tage: zum einen wurden neue Akteure erst in einer bereits problematischen Situation regulierungsrelevant. Erst nachdem dem Schattenbanksystem im Zuge der Lehman-Pleite enorme Geldmengen entzogen wurden, zeigte sich die Notwendigkeit, auch Akteure abseits des traditionellen Bankensystems in eine Regulierung

zu integrieren (BIZ 2011, S. 15). Gleichzeitig wurde deutlich, dass sich das Schattenbanksystem auch in einer funktionalen Weise, in einigen Bereichen als Reaktion auf die Struktur des traditionellen Bankensystems, herausgebildet hat (FSB 2012a, 2012c). Das hieße dann, dass genau die Regulierung neuer Akteure auch zu neuen Problemen mit den ergriffenen Regulierungsmaßnahmen führen kann. Zum anderen werden Informationen von allen beteiligten Akteuren benötigt, um eine umfassende Risikoevaluation durchzuführen (Fontaine und Garcia 2012, S. 12; Caruana 2012, S. 10). Ähnlich wie bei zeitlichen und räumlichen Strukturen, werden auch bei individualisierten Akteurskonzeptionen übergreifende Strukturen notwendig, um die Akteure selbst sowie auch ihre Ausdifferenzierung zu erfassen. Im Grunde verweist dies auf eine global abgestimmte Finanzlegislation (FSB et al. 2011, S. 6). Auch hier taucht wiederum der Horizont eines utopischen Projekts auf, denn gerade die Definition von Akteuren generiert die Ausschlussmöglichkeit und die dynamische Produktion neuer Akteurspositionen. Das utopische Projekt ist die Annahme eines statischen Akteurs, seiner Beständigkeit und Ausschließlichkeit. Gerade die Definition von Kapital durch die Basel Abkommen zeigt, dass dadurch ein Finanzsystem nicht stabilisiert wird.<sup>7</sup> Reaktive Maßnahmen auf Regulierung im Finanzsystem sind ein Auslöser dafür, dass sich neue Entitäten herausbilden und sich so ein neues Netzwerk herauskristallisiert.

Eine Regulierung ohne Schlupfloch, ohne dynamische Evolution der Akteure, eine ständige Präsenz und immer klare Grenzen: Die Gesamtheit der im Hintergrund bestehenden Utopie wird deutlich. Gerade das Konzept der Finanzialisierung kann hier zur Rekonstruktion einer solchen übergreifenden *Episteme* behilflich sein. Der folgende Abschnitt versucht, Ansätze anzureißen mit denen die Hermetik der dargestellten *Episteme* aufgebrochen werden kann. Dafür erscheint es jedoch notwendig, die nach innen gerichtete Logik der Finanzmärkte und Regulierungsbestrebungen durch eine äußere Perspektive zu ergänzen, die sich nicht nur aus ökonomischen, sondern auch aus sozialen und politischen Aspekten herausbildet.

Das Basel II Abkommen zur internationalen Bankenregulierung legt etwa bestimmte Kapitalquoten für bestimmte Investitionen fest. Damit wird eine Logik unterstützt, die Anreize für bestimmte Investitionen schafft: Finanzprodukte mit hoher Rendite bei geringen Kapitalanforderungen werden nicht nur bevorzugt gekauft, sondern auch Entwickelt, um in die Regulierungslogik eingebettet zu werden. Dadurch wurden etwa spezielle Verbriefungs- und Strukturierungspraktiken gerade im Hypothekensegment befördert. Statische Kapitalquoten können so zu dynamischen oder performativen Marktverschiebungen führen. Ex post wird somit klar, dass Regulierung selbst destabilisierende Marktprozesse verstäken und sogar kreieren kann.

### 4. Finanzialisierung und die Analyse des Schattenbanksystems

Der vorausgehende Abschnitt hat die Konturen der Reformdebatte und ihre zentralen Themen und Probleme aufgezeigt. Wir haben argumentiert, dass im Kern der Reformdebatte ein utopisches Projekt angelegt ist, das bei jeder Krise ein "noch mehr" an konzeptionell gleichen Regulierungen hervorruft. Wir haben auch betont, dass diese Sichtweise den institutionellen Rahmen der Finanzmärkte – inklusive ihrer globalen Funktion - nicht systematisch in den Blick nehmen kann. Hierfür ist ein Perspektivwechsel notwendig. Diesen Perspektivwechsel versuchen wir hier mit dem Begriff der Finanzialisierung. Finanzialisierung impliziert nicht nur die Verschiebung von den Real- zu den Finanzmärkten, in denen mehr und mehr anteilige Profite erwirtschaftet werden, sondern sie zeigt sich auch in einer neuen Art und Weise der Preisbildung. Mit dem wachsenden Einfluss der Finanzmärkte geht eine Ausweitung der Preislogik einher: Zunehmend müssen Objekte, Probleme und Ereignisse als Preisrelation erkennbar sein, mit Preisen versehen werden und in Preisunterschieden rationalisierbar sein. Gerade Finanzmärkte ermöglichen es auch, abstrakten Verhältnissen Preise zuzuschreiben. Preise sind nie ein neutrales Ergebnis von Aushandlungen, sondern sie setzen die Verfügbarmachung der Güter und Ereignisse voraus. Sie institutionalisieren eine Hierarchie, wie sich Güter und Ereignisse zueinander verhalten sollen.

Finanzialisierung und Schattenbanksystem können mit Blick auf den dritten Abschnitt etwas konkreter gefasst werden: Finanzialisierung liegt logisch vor der Konstitution von Raum, Zeit und Akteuren in der Regulierung und Praxis des Schattenbanksystems, da sich die Struktur und Regulierung der Finanzmärkte erst aus ihrer Veränderten sozialen Bedeutung konstituiert hat. Räume, Zeiten oder Akteure der Finanzmärkte werden erst durch den Prozess der Finanzialisierung hervor gebracht. In diesem Abschnitt knüpfen wir zunächst an die Finanzialisierungsliteratur an, um davon ausgehend zwei weiterführende Ansätze aufzuzeigen: Finanzpraktiken verstanden als eine soziale (oder kulturell informierte) Kommunikationsstruktur und darauf aufbauend um die Strukturierung der *epistemic communities*.

In einem deskriptiven Sinne verweist Finanzialisierung zunächst auf die ansteigende Bedeutung von Finanzmärkten, ihre eigenen Rationalitäten, Institutionen und Eliten. Die damiteinhergehenden Akteure und Praktiken sind nicht nur in einem nationalen, sondern vor allem im globalen Finanzsystem von Bedeutung (Epstein 2005, S. 3). Finanzialsierung ist jedoch nicht nur auf Finanzstrukturen beschränkt, sondern der Prozess beinhaltet auch die Frage danach, wie das globale Finanzsystem in global verbreitete soziale und politische Strukturen eingebettet ist. Zum anderen problematisiert eine solche Herangehensweise auch ein vorherrschendes Verständnis von Akteurshaftigkeit, Raum- oder Zeitkonstruktionen. Damit kann Finanzi-

alisierung nicht nur als ein deskriptiver, sondern auch als ein konzeptioneller Begriff verstanden werden (Ertürk et al. 2008). Es werden nicht nur sich verändernde ökonomische Produktionsstrukturen beschrieben, sondern auch ein Wandel sozialer und politischer Kategorien.

Anstatt sich nun den Finanzialisierungsdynamiken von den Profitentwicklungen her zu nähern verdeutlicht die Finanzialisierung die Notwendigkeit konzeptioneller Überarbeitungen. Sozio-politische Konzepte sind hier insbesondere Begriffe von Autorität und Preisbildungsmechanismen: Finanzialisierung ist mit einem technokratischen und funktionalistischen Verständnis globaler Märkte nicht vereinbar, sondern betont, wenn auch implizit, Preisbildung als eine Art von Kommunikationspraktiken (für eine Diskussion siehe Kessler 2012). Als Spezialfall wird im Anschluss daran dann das Konzept der *epistemic authority* angeboten.

Finanzialisierung als kommunikativer Prozess: Der Entstehungsprozess von Preisen wird herkömmlich als ein ökonomischer Zusammenhang von Angebot und Nachfrage beschrieben. Dabei geht verloren das Preisbildung in erster Linie einen kommunikativen Prozess darstellt und dabei soziale Interaktion repräsentiert. Der Austausch von Information, der zu einer Wertvorstellung und damit einem Preis führt, ist kein rein mechanischer Prozess, sondern an das Vertrauen in ökonomische Modelle oder Sprecherpositionen gebunden sowie an ein kontextuelles Verständnis, innerhalb dessen eine bestimmte Art der Kommunikation möglich ist. Ein Beispiel einer solch kontingenten Preisformation ist etwa von MacKenzie (2006) anhand des Black-Scholes-Models und der daraus resultierenden sozialen Akzeptanz der Berechnung zukünftiger Preise aufgezeigt worden. Kommunikative Prozesse, bestimmte Positionen der Akteure im Diskurs, Pragmatismus oder sich bestätigende Erfolge sorgten dafür, dass sich ein Modell selbst performativ in der Realität etablieren konnte, um so die Möglichkeit der Preisbildung für Derivate zu rationalisieren. Der soziale Kontext ausgedrückt in kommunikativen Prozessen zwischen den Akteuren sorgte dafür, dass ökonomische Zusammenhänge kreiert wurden. Als gegenwärtiges Beispiel kann die Position der Ratingagenturen in Verbindung mit einem regulativen Korpus dienen, deren Zusammenspiel die Preisbildung etwa von Collateralized Debt Obligations (CDOs) ermöglichte. Dies hieße in der Konsequenz, dass es eben nicht ausreicht, durch quantitative Maßnahmen bestimmte Risikostrukturen zu minimieren, sondern dass es gerade darum geht, die Art und Weise zu hinterfragen, wie Risiko in Bezug auf die Preisformation in einem bestimmten sozialen Kontext legitim berechnet werden kann.

Finanzialisierung und epistemische Autorität: Ein Ansatz, um eine solche Position einzunehmen, ist die Analyse von epistemischen Autoritäten. Die Akteure innerhalb des Finanzmarktes und speziell im Schattenbanksystem stellen nicht nur

technische Operationsmöglichkeiten dar, sondern erfüllen auch soziale und politische Funktionen. Sie sind damit an Konzeptionen von Legitimität und Autorität gekoppelt. Aspers (2007, S. 117) bringt dies folgendermaßen auf den Punkt: "What is traded in this kind of market is a function of the participant actors." Damit sind Markstrukturen und darin die Preisbildung Reflektionen einer sozialen und politischen Struktur. Preise müssen von Akteuren legitimiert werden, die innerhalb eines bestimmten sozialen und politischen Kontexts als Autoritäten fungieren. Das angesprochene Beispiel der Ratingagenturen mag dies verdeutlichen, denn es geht hier nicht nur darum, was von den Ratingagenturen gesagt wird, sondern auch, dass gerade sie es sind, die eine Ausfallwahrscheinlichkeit eines Finanzprodukts bewerten können und denen ein institutionalisiertes Vertrauen zukommt. Die Lehman-Krise und die damit einhergehende Delegitimierung der Ratingagenturen zeigt im Rückblick, welche zentrale Stellung diesen epistemischen Autoritäten zufällt. Diese strukturelle Position ist nun nicht nur auf die Ratingagenturen beschränkt, sondern eine solche Perspektive ermöglicht den analytischen Fokus auf eine bestimmte Sprache, auf Legitimationsmechanismen und so auf ein generelleres Verständnis von Autoritätsstrukturen. Die beschriebenen Regulierungsbestrebungen zeigen, wie beispielsweise Zentralbanken, der IWF oder die BIZ eine gemeinsame Episteme teilen, die sich auf ein technisches Bild der Finanzmärkte fokussiert und dabei den politischen und sozialen Kontext vernachlässigt. Daher benötigen wir ein alternatives Vokabular, das den Prozess der Finanzialisierung und den damit einhergehenden sozio-politischen Ordnungen kritisch betrachten kann.

### 5. Fazit

Der Beitrag hat versucht die Entstehung des Schattenbanksystems historisch aufzuzeigen, eine Übersicht über gegenwärtige Regulierungsprozesse zu geben und auch eine alternative analytische Perspektive anzubieten. Alle drei Bereiche verweisen darauf, dass das Schattenbanksystem genauso wenig wie der gesamte Finanzmarkt als eine abgeschlossene Einheit betrachtet werden kann, sondern in einen sozialen und politischen Kontext einzubetten ist. Eine sozio-politisch kontextualisierte Sichweise dient nicht nur dem spezifischeren Verständnis für die Bedeutung des Schattenbanksystems für den gegenwärtigen Prozess der Finanzialisierung, sonderen auch der Verdeutlichung seiner historischen Kontingenz. Darüber hinaus geht es auch darum, einen hermetischen Regulierungsdiskurs für eine umfassendere Analyse zu öffnen. Gleichzeitig ist es jedoch nicht nur der Kontext, der das Schattenbanksystem konstitutiv begleitet, es sind auch die Praktiken innerhalb des Schattenbanksystems, die politische und soziale Strukturen beeinflussen. Damit sind sowohl Le-

gitimierungsprozesse gemeint als auch die Autoritätsstrukturen des gegenwärtigen Marktverständnisses.

So haben wir betont, dass das zur Analyse des Schattenbanksystems benutzte Vokabular sich aus der Ökonomik speist, dass die Strukturprägekraft der ökonomischen Theorie und ihre spezifische Wissensform selbst aber vernachlässigt bleiben (Pozsar 2008; Pozsar et al. 2012; Pozsar und Singh 2011). Die Begriffe sind jedoch von spezifischen Utopien geleitet: keine Grenzen, keine Zeit, keine Schlupflöcher für Akteure oder strukturverändernde Akteure, dann könne sich ein funktionierendes (Schatten)Banksystem auf der Basis eines freien Marktes endlich realisieren. Die Konturen und Grenzen der aktuellen Debatte sind durch ökonomische Kategorien und Begriffe bestimmt und nicht durch politische Entscheidungen geleitet. Um dieses Verhältnis neu zu justieren, genügt es nicht, sich den Problemstellen der Finanzmärkte mit einem mechanistischen Instrumentarium zur immanenten Problemlösung zu nähern. Es sind nicht nur politische und soziale Kategorien, die als externe Komponenten in die Funktionsweise von Märkten hinein wirken. Sondern sozio-politische Kategorien sind selbst Teil eines ko-konstitutiven Prozesses, innerhalb dessen sich eben Konzepte wie Legitimität oder Autorität innerhalb von Finanzialisierungsprozessen herausbilden und so mögliche politik-ökonomische Kommunikationen vorbedingen.

### Literatur

Adrian, T., und A. B. Ashcraft. 2012. Shadow Banking Regulation. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 559.

Adrian, T., und H. Shin. 2009. The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation. *Financial Stability Review* 13 (September): 1-10.

Adrian, T., und H. Shin. 2010. The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 439.

Aitken, J., und M. Singh. 2010. The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System. Internationaler Währungsfonds, IMF Working Paper WP/10/172.

Aspers, P. 2007. Wissen und Bewertung auf Märkten. Berliner Journal für Soziologie 17 (4): 431-449.

BCBS. 2010. Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. Key Issues and Recommendations. Basel Committee for Banking Supervision. Basel.

BIZ. 2012. BIS 82nd Annual Report – June 2012. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

BIZ. 2011. BIS 81st Annual Report – June 2011. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

Borio, C., R. McCauley, und P. McGuire. 2011. Global Credit and Domestic Credit Booms – BIS Quarter-ly Review, September: 43-57.

- Caruana, J. 2012. Building a Resilient Financial System. Speech at the ADB Financial Sector Forum on "Enhancing Financial Stability Issues and Challenges". Manila, 7. Februar.
- Cerutti, F. 2011. The Deeper Roots of Legitimacy and its Future. *Review of International Political Economy* 18 (1): 121-130.
- du Plessis, S. 2011. Collapse. The Story of the International Financial Crisis, its Causes and Policy Consequences. *Stellenbosch Economics Department* Working Papers 02/11.
- Engelen, E., I. Ertürk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran, A. Nilsson, und K. Williams. 2011. After the Great Complacence. Financial Crisis and the Politics of Reform. Oxford: Oxford University Press.
- Epstein, G. 2005. Financialization and the World Economy. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Erturk, I., J. Froud, A. Leaver, S. Johal, und K. Williams. 2008. Financialization at Work. Key Texts and Commentary. London: Routledge.
- Fontaine, J. S., und R. Garcia. 2012. Bond Liquidity Premia. Review of Financial Studies 25 (4): 1207-1254.
  FSB. 2011. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board. 27. October.
- FSB. 2012a. Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking. *Financial Stability Board* Progress Report to G20 Ministers and Governors. 16. April.
- FSB. 2012b. FSB Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues. Financial Stability Board Interim Report of the FSB Workstream on Securities Lending and Repos. 27. April.
- FSB. 2012c. Press release: Financial Stability Board Reports to G20 on Progress of Financial Regulatory Reforms. Financial Stability Board.
- FSB., BIZ., und IWF. 2011. Macroprudential Policy Tools and Frameworks Progress Report to G20. Financial Stability Board, October 2011.
- Gambacorta, L., und D. Marques-Ibanez. 2011. The Bank Lending Channel: Lessons from the Crisis. *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* BIS Working Papers No. 345.
- Gorton, G., und A. Metrick. 2010. Regulating the Shadow Banking System. Brookings Papers on Economic Activity 101 (2): 261–312.
- Gorton, G. B., S. Lewellen, und A. Metrick. 2012. The Safe-Asset Share. NBER Working Paper Series 17777.
  IWF . 2008. IMF Annual Report 2008 Making the Global Economy Work for All. Internationaler Währungsfonds: Washington, D.C.
- IWF . 2009. IMF Annual Report 2009 Fighting the Global Crisis. Internationaler W\u00e4hrungsfonds: Washington, D.C.
- IWF . 2010. IMF Annual Report 2010 Supporting a Balanced Global Recovery. Internationaler W\u00e4hrungsfonds: Washington, D.C.
- IWF . 2011. IMF Annual Report 2011 Pursuing Equitable and Balanced Growth. Internationaler W\u00e4hrungsfonds: Washington, D.C.
- Kessler, O. 2012. Sleeping with the Enemy? On Hayek, Constructivist Thought, and the Current Economic Crisis. Review of International Studies 38 (2): 275–299.
- MacKenzie, D. 2006. An Engine, not a Camera: How Financial Models shape Markets. Cambridge: MIT Press. MacKenzie, D. 2010. Unlocking the Language of Structured Securities. Financial Times 19. August 2010.
- MacKenzie, D. 2012. Knowledge Production in Financial Markets: Credit Default Swaps, the ABX and the Subprime Crisis. *Economy and Society* 41 (3): 335-359.
- McCulley, P. 2007. Teton Reflections. PIMCO Global Central Bank Focus.
- Munteanu, I. 2010. Systemic Risk in Banking: New Approaches Under the Current Financial Crisis. MPRA Paper 27392.
- Ojo, M. 2011. Financial Stability, new Macro Prudential Arrangements and Shadow Banking: Regulatory Arbitrage and stringent Basel III Regulations. MPRA Paper 31391.
- Pakravan, K. 2011. Global Financial Architecture, Global Imbalances and the Future of the Dollar in a post-crisis World. *Journal of Financial Regulation and Compliance* 19 (1): 18-32.
- Pozsar, Z. 2008. The Rise and Fall of the Shadow Banking System. Regional Financial Review July: 13-15.
- Pozsar, Z. 2010. Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System. *Internationaler Währungsfonds* IMF Working Paper WP/11/190.

- Pozsar, Z., und M. Singh. 2011. The Nonbank-Bank Nexus and the Shadow Banking System". *Internationaler Währungsfonds* IMF Working Paper WP/11/289.
- Pozsar, Z., T. Adrian, H. Boesky, und A. Ashcraft. 2012. The Traditional Banking System has three Actors: Savers, Borrowers, and Banks. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports February 2012.
- Sinclair, T. 2009. Let's get it right this Time! Why Regulation Will not Solve or Prevent Global Financial Crises. *International Political Sociology* 3 (4): 450-453.
- Weber, A. A. 2011. Securing Stability and Growth in a post-crisis World. *Financial Stability Review* 15 (February): 151-157.
- Zamagni, S. 2009. The Lesson and Warning of a Crisis foretold: A Political Economy Approach. *International Review of Economics* 56 (3): 315-334.

# Finanzialisierung und der Offshore-Hedge-Fonds-Nexus. Die Rolle der USA und Großbritanniens

Jan Fichtner

## 1. Einleitung

Die Diskussion über Finanzialisierung – verstanden als die zunehmende Dominanz des Finanzsektors, der Finanzmärkte sowie von Finanzmotiven und Finanzeliten (Epstein 2005) – hat sich bislang erstaunlich wenig mit der Rolle einzelner Staaten für die Ausbreitung und Intensivierung dieses Phänomens beschäftigt. Viele Beiträge behandeln Finanzialisierung implizit als funktionalen bzw. systemischen Prozess, der zum Großteil unabhängig von staatlichen Akteuren und Interessen wirkt. Oft wird dabei in simplifizierender Art und Weise von "den globalen Finanzmärkten" als Triebfeder der Finanzialisierung gesprochen.

Diesem Beitrag dagegen liegt die Prämisse zugrunde, dass Finanzialisierung nur durch die Rolle der USA und Großbritanniens analysiert und erklärt werden kann. Die zentrale Rolle dieser beiden Staaten für die Entwicklung von Finanzialisierung wird anhand zweier eng miteinander verbundener Beispiele untersucht - Hedge-Fonds und "Offshore". Ihre Bedeutung für die Prozesse der Finanzialisierung wurde in der Literatur bislang praktisch nicht behandelt. Erstens untersucht dieser Beitrag die wichtige Rolle der USA und Großbritanniens für die Entwicklung des Phänomens "Offshore". Zweitens wird analysiert, inwiefern Hedge-Fonds zur Finanzialisierung beitragen. Hedge-Fonds sind reine Finanzmarktakteure, die die dominante Logik der Finanzmärkte – die kurzfristige Erzielung von (Spekulations-)Gewinnen - international auf Rohstoffmärkte und auf börsennotierte Unternehmen verbreiten. Hedge-Fonds operieren fast ausschließlich von den USA und Großbritannien aus, profitieren dabei jedoch maßgeblich vom anglo-amerikanischen Phänomen Offshore, welches es ihnen ermöglicht, Besteuerung und Regulation durch andere Staaten größtenteils zu vermeiden. Die USA und Großbritannien profitieren tendenziell von Hedge-Fonds und Offshore, da beides dabei hilft, Kapital in die beiden weltgrößten Finanzzentren New York und London zu bringen. Auf liberalisierten internationalen Kapitalmärkten wirken die Wall Street und die City of London wie gigantische Magnete, die Kapital aus der ganzen Welt anziehen. Offshore-Finanzzentren

sind dabei keine reelle Konkurrenz, sondern eher wichtige Elemente in einem Nexus zwischen Hedge-Fonds, den USA, Großbritannien und dem Phänomen Offshore.

#### 2. Was ist "Offshore" und wie hat es sich entwickelt?

Der Begriff "Offshore" bedeutet wörtlich übersetzt "vor der Küste". In der Internationalen Politischen Ökonomie hat der Begriff "Offshore" bzw. Offshore-Finanzzentrum jedoch weniger mit Geographie, als vielmehr mit einer Reduzierung von staatlicher Regulierung und Besteuerung zu tun – insbesondere im Finanzbereich. Im Kern geht es beim Phänomen "Offshore" also um die Zweiteilung (Bifurkation) staatlicher Souveränität. Palan schreibt:

"Offshore consists of a set of juridical realms marking differential degrees of intensity, by which states apply regulations, including taxation. Offshore is legal enclaves distinguished from their 'on-shore' brethren, not necessarily because of their location, but because they define a territory or a realm of activities in which states choose to withhold some or all of their regulations and taxation. In that sense, offshore signals a profound fissure in the life of the state system: it denotes nothing less than the bifurcation of the juridical space of sovereignty into mutually dependent relative spaces." (1998, S. 635)

Eine erste "Offshore"-Gesetzgebung begann bereits in den 1880er und 1890er Jahren in den US-Bundesstaaten New Jersey und Delaware; sie zielte darauf ab, Konzerne aus anderen Bundesstaaten anzuziehen (Palan, 2002). Das Ziel war jedoch nicht, Forschung oder Produktionsanlagen sondern lediglich den juristischen Firmensitz zu verlagern, um von geringerer Regulierung und niedrigeren Steuern zu profitieren. In einer Reihe von bahnbrechenden Gerichtsurteilen zwischen 1876 und 1929 schufen britische Gerichte den "virtuellen" Firmensitz von ausländischen Firmen in Großbritannien. Diese ausländischen Unternehmen mussten in Großbritannien keine Steuern entrichten, waren dadurch jedoch teilweise gegen Regulierung in ihrem Heimatstaat geschützt. Besonders ein Urteil im Jahr 1929 kann als wichtiger Baustein für die Entwicklung des Phänomens "Offshore" interpretiert werden. Picciotto schreibt: "The decision in Egyptian Delta Land created a loophole which in a sense made Britain a tax haven" (1992, S. 8).

Die Entwicklung von Offshore war dabei allerdings kein linearer Prozess. In Zeiten gravierender wirtschaftlicher oder außenpolitischer Verwerfungen, wie dem Zweiten Weltkrieg, haben die USA und Großbritannien die Kontrolle über ihre Wirtschaft massiv erhöht und Offshore-Gesetzgebungen zurückgenommen. Nach diesen Krisen wurde jedoch regelmäßig der Trend zu Liberalisierung und Deregulierung – zu dem Offshore dazugerechnet werden muss – wieder aufgenommen. Eine der zentralen Entwicklungen für das Phänomen "Offshore" fand in den 1950er Jah-

ren statt. In der City of London entwickelte sich ein privater Markt für ausländische Währungen (hauptsächlich US-Dollar). Dieser unregulierte Markt wurde "Eurodollar market" oder einfach "Euromarket" genannt. Die britischen Behörden (das Finanzministerium und vor allem die Bank of England) tolerierten das "regulatorische Vakuum", in dem diese Transaktionen stattfanden (Burn 1999). Palan et al. fassen diesen wichtigen Prozess wie folgt zusammen: "Because the transactions took place in London, they could not be regulated by any other regulatory authority and so occurred nowhere – or rather, in a new and unregulated space called the Euromarket, or the offshore financial market" (2010, S. 132).

Das bedeutende am Euromarket war, dass er das 1944 von 44 Staaten im US-amerikanischen Bretton-Woods gegründete multilaterale Währungssystem unterminierte, da es auf festen Wechselkursen und der staatlichen Kontrolle von transnationalen Finanzflüssen beruhte. Die USA waren der einzige Staat, der Großbritannien dazu hätte bringen können, den Euromarket zu regulieren. Stattdessen unterstützten die USA sogar noch eigene Finanzunternehmen darin, diesen ersten wahren Offshore-Finanzmarkt zu nutzen: "By the mid-1960s, US officials were in fact actively encouraging US banks and corporations to move their operations to the offshore London market" (Helleiner 1995, S. 231). Der Euromarket war somit die Keimzelle für private, transnationale und kaum regulierte Finanzmärkte. Anfang der 1970er Jahren beendeten die USA – gegen den erklärten Widerstand von Staaten wie Japan und Deutschland – das staatlich gesteuerte Bretton-Woods-System und überließen von nun an den privaten Finanzmärkten die Bildung der Wechselkurse. In den 1970er und 1980er Jahren liberalisierten und deregulierten die USA und Großbritannien ihre Finanzsysteme und erzeugten so einen enormen Deregulierungsdruck auf alle anderen westlichen Staaten:

"The liberalization decisions in the US and Britain, as well as the broader deregulatory trends within their respective financial systems, played a major role in encouraging similar liberalization moves elsewhere. Unless they matched the liberal and deregulated nature of the British and US financial systems, foreign financial authorities could not hope to attract new financial business and capital from abroad or even maintain the financial business and capital of their own multinational corporations or international banks." (Helleiner 1995, S. 329)

Mit der Liberalisierung und Deregulierung ihrer nationalen Finanzsysteme sowie des internationalen Währungssystems haben die USA und Großbritannien die Entstehung von Finanzialisierung im internationalen Maßstab überhaupt erst ermöglicht. Dadurch, dass sie mit New York und London die mit Abstand größten Finanzzentren besaßen, war abzusehen, dass sie am meisten von diesem Trend profitieren würden. Des Weiteren haben beide Staaten die Bildung von Offshore-Finanzzentren in Jurisdiktionen geduldet, die unter ihrer Souveränität stehen. In den USA ist dies in erster Linie der Bundesstaat Delaware. In Großbritannien haben sich zahlreiche ab-

hängige Übersee-Gebiete seit den 1960er Jahren zu Offshore-Finanzzentren entwickelt. Dies sind einerseits die sogenannten "Crown Dependencies" Jersey, Guernsey und Isle of Man, die in unmittelbarer Nähe zu Großbritannien liegen, und andererseits die sogenannten "British Overseas Territories", von denen die bedeutendsten in oder nahe der Karibik liegen. Hierzu zählen die Cayman Islands, die British Virgin Islands, Bermuda und andere. Alle diese Jurisdiktionen sind pseudo-autonom, das heißt, sie erlassen in bestimmten Gebieten wie der Steuergesetzgebung ihre eigenen Gesetze, unterstehen aber letztendlich eindeutig der Souveränität Großbritanniens. Diese staatsrechtlichen Konstrukte sui generis sind wie geschaffen für die Ausbildung von Offshore-Finanzzentren. In der Berichterstattung der Medien wird die Zugehörigkeit zu Großbritannien kaum erwähnt und wenn doch die Forderung nach Regulierung aufkommt, beteuert London stets, dass diese Jurisdiktionen innere Autonomie genießen würden. Dass sie diese nicht besitzen, wurde 2009 deutlich als London die lokale Regierung von Turks and Caicos Islands (nahe den Bahamas gelegen), aufgrund von Korruptionsvorwürfen, ihres Amtes enthob und der Gouverneur die Amtsgeschäfte übernahm. Der in jedem British Overseas Territory die lokale Regierung beratende Gouverneur wird von der Britischen Krone eingesetzt und die höchste juristische Instanz dieser Gebiete ist der Privy Council – das geheime und undemokratische Gremium, welches die Krone berät. Es ist sogar juristisch korrekt, diese Gebiete als "Kolonien" zu bezeichnen (Hendry und Dickinson 2011, S. 4). Großbritannien hat diese abhängigen Gebiete seit den 1960er Jahren dabei unterstützt, Offshore-Finanzzentren zu werden: "Indeed, the development of many of these jurisdictions as offshore financial centres was encouraged and facilitated by UK authorities, especially the Bank of England" (Picciotto 1999, S. 67).

Es gibt eine Vielzahl von Versuchen, den Begriff Offshore-Finanzzentrum zu definieren. Wir folgen hier einem Working Paper des IWF, das Offshore financial center (OFC) schlicht und einfach so definiert, dass Finanzdienstleistungen an das Ausland in einer Höhe erbracht werden, die für die Größe und die Finanzierung der Volkswirtschaft unangemessen hoch ist (Zoromé 2007, S. 7). Diese Arbeitsdefinition eignet sich gut für die empirische Forschung. Zoromé arbeitet in erster Linie mit den Daten des Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), einer freiwilligen jährlichen Befragung des IWF, an der 2010 nunmehr 75 Jurisdiktionen teilgenommen haben. Da die Zuverlässigkeit der CPIS-Daten stark darunter leidet, dass einige Gebiete (speziell OFC) unvollständige Angaben machen, nehmen wir als weitere Quelle die Locational Banking Statistics (LBS) der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hinzu. Aus beiden Quellen nehmen wir den jeweils höchsten Wert, um die Größe des OFC grob abschätzen zu können. Diesen Wert dividieren wir durch die Größe des Bruttoinlandsprodukts (BIP) des jeweiligen Territoriums. So erhalten wir eine Kenn-

zahl, die die Größe des OFC im Verhältnis zur dortigen Volkswirtschaft – die "Offshore-Intensität" – angibt. Wir bezeichnen diese Kennzahl daher als "OFC-Intensity Ratio". Tabelle 1 gibt die OFC-Intensity Ratio für 30 Offshore-Jurisdiktionen an.

Tabelle 1: Die "OFC-Intensity Ratio" für 30 Offshore-Finanzzentren in 2010

	Jurisdiktion	IWF: CPIS	BIZ: LBS	BIP	OFC-Int.
		(\$ Mrd.)	(\$ Mrd.)	(\$ Mrd.)	Ratio
1	Cayman Is. (UK)	1.571,00	1.855,22	2,25	824,54
2	Marshall Is. (USA)	12,08	27,76	0,16	173,50
3	Bermuda (UK)	551,05	87,76	4,50	122,46
4	Guernsey (UK)	225,66	192,10	2,74	82,36
5	Jersey (UK)	254,92	379,24	5,10	74,36
6	Bahamas	17,02	519,70	8,07	64,40
7	Brit. Virgin Is. (UK)	56,36	N/A	1,01	55,80
8	Luxemburg	2.878,34	896,73	58,41	49,28
9	Isle of Man (UK)	40,03	78,35	2,72	28,81
10	Curação (NL)	5,73	109,27	5,08	21,51
12	Gibraltar (UK)	3,04	15,34	1,11	13,82
12	Mauritius	155,55	19,94	11,31	13,75
13	Samoa	0,04	8,06	0,63	12,79
14	Turks and Caicos (UK)	0,90	2,19	0,22	9,95
15	Irland	1.922,07	833,58	217,70	8,83
16	Belize	0,34	10,10	1,47	6,87
17	Bahrain	30,55	176,40	26,11	6,76
18	Barbados	15,93	27,33	4,48	6,10
19	Liechtenstein	5,04	22,59	4,50	5,02
20	Malta	20,84	35,62	8,90	4,00
21	Hong Kong (China)	929,39	829,80	243,30	3,82
22	Zypern	49,70	93,50	24,95	3,75
23	Saint Vincent	0,28	2,61	0,70	3,73
24	Anguilla (UK)	0,63	N/A	0,18	3,50
25	Panama	34,02	97,75	30,57	3,20
26	Großbritannien	3.548,71	5.902,70	2.418,00	2,44
27	Macao (China)	15,68	45,10	22,10	2,04
28	Singapur	398,76	469,72	259,80	1,81
29	Schweiz	1.117,78	927,60	636,10	1,76
30	Libanon	6,29	47,23	39,04	1,21
_	Delaware (USA)	N/A	N/A	65,76	76,04

Quelle: Berechnungen des Autors basierend auf IWF (2012), BIZ (2012) und CIA (2012).

In Tabelle 1 führen wir nur diejenigen dieser Gebiete auf, die eine OFC-Intensity Ratio von über 1,0 erreichen, da dies ein Wert ist, den "Onshore"-Staaten wie Deutschland, Frankreich oder Japan nicht überschreiten. Tabelle 1 zeigt, dass die britische "Kolonie" Cayman Islands das mit Abstand intensivste OFC der Welt ist. Die ausländischen Finanzmittel, die dort "gebucht" sind, übersteigen das BIP dieses kleinen Archipels über 800 Mal. Und dies ist noch eine deutliche Unterschätzung, da die Behörden der Cayman Islands die Finanzanlagen der dort ansässigen Hedge-Fonds nicht an internationale Organisationen berichten (Zucman 2012). Die weiteren Plätze der Top-Ten sind von Jurisdiktionen dominiert, die unter britischer Souveränität stehen. Die Größe der OFC, speziell der unter britischer Souveränität stehenden, könnte jedoch noch wesentlich höher sein. Die in einem IWF Working Paper von 2010 angegeben Schätzwerte, die auf einer Reihe von öffentlichen und privaten Quellen beruhen, liegen deutlich über den Werten des CPIS und der LBS (Lane und Milesi-Ferretti 2010). Die von Großbritannien abhängigen Gebiete spielen demnach, was die Offshore-Intensität angeht, eindeutig in ihrer eigenen Liga.

Zur Illustration haben wir ebenfalls den US-Bundesstaat Delaware aufgeführt. Delaware ist der zweitkleinste Bundesstaat mit lediglich 900.000 Einwohnern. Obwohl die Wirtschaft Delawares nur knapp 0,5 Prozent des BIP der USA ausmacht, haben dort mehr als die Hälfte aller börsennotierten Unternehmen den juristischen Sitz ihrer Konzernholding. Der Grund ist, dass Delaware sein Steuer- und Rechtssystem komplett auf Konzerne ausgerichtet hat. Dyreng et al. (2012) berichten, dass Unternehmen, die eine "Delaware-based tax strategy" betreiben, ihre staatliche Steuerlast um 15 Prozent bis 25 Prozent senken können. Delaware wurde sogar von der Regierung Brasiliens als Steuerparadies eingestuft (Dyreng et al. 2012). Deneault (2010, S. 87) schreibt: "Delaware behaves like any other tax haven. It guarantees banking secrecy and minimal or zero tax rates to foreign investors." Es gibt keine offiziellen Statistiken über die Höhe der externen Finanzmittel, die in Delaware registriert sind. Verschiedene Quellen geben jedoch den Schätzwert von 5 Billionen US-Dollar an (Hossli 2009; Deneault 2010). Demzufolge wäre Delaware das fünftintensivste OFC der Welt.

Resümierend kann also festgestellt werden, dass die USA und Großbritannien maßgeblich zur Entstehung des Phänomens "Offshore" beigetragen haben. Teilweise haben sie den Trend selbst vorangetrieben, manchmal haben sie – als wichtigste Veto-Spieler im internationalen Finanzsystem – die Entwicklung toleriert. Dies hat überhaupt erst die Entwicklung von Finanzialisierung – verstanden als Dominanz des Finanzsektors, der Finanzmärkte und von Finanzmotiven – ermöglicht, denn "Offshore" führt dazu, dass Akteure des Finanzsektors Besteuerung und Regulierung vermeiden können. Gleichzeitig erschwert Offshore anderen Staaten deutlich,

ihren Finanzsektor zu regulieren, da transnationale Finanzströme extrem schwer zu kontrollieren sind. Die USA und Großbritannien profitieren tendenziell davon, weil sie mit New York und London die einzigen beiden wirklich globalen Finanzzentren haben, die Kapital aus der ganzen Welt anziehen. Im Jahr 2010 waren auch die mit Abstand intensivsten OFC unter der Souveränität der USA und Großbritanniens. Diese Jurisdiktionen sind ebenfalls die bedeutendsten juristischen Domizile von Hedge-Fonds.

#### 3. Was sind Hedge-Fonds und wie tragen sie zu Finanzialisierung bei?

Es gibt keine universell anerkannte Definition des Begriffs Hedge-Fonds. Ganz allgemein ist ein Hedge-Fonds ein privates Investmentvehikel, welches kaum oder gar nicht reguliert ist, sich primär an reiche Individuen und institutionelle Investoren richtet, und alternative Anlagestrategien verfolgt (Harmes 2002). Edwards gibt eine ausführlichere Definition:

"They can buy and sell whatever assets or financial instruments they want to, trade any kind of derivatives instrument, engage in unrestricted short-selling, employ unlimited amounts of leverage, hold concentrated positions in any security without restriction, set redemption policies without restriction, and can employ any fee structure and management compensation structure that is acceptable to their investors. In addition, hedge funds have very limited disclosure and reporting obligations, to regulators, the public, and their own investors." (2004, S. 34)

Hedge-Fonds zeichnen sich also dadurch besonders aus, dass sie mehr Freiheiten genießen als praktisch alle anderen Finanzmarktakteure. Ein Grund, weshalb Hedge-Fonds international wenig bis kaum reguliert werden, ist dass sie mehrheitlich in OFC ihren juristischen Sitz haben, die unter der Souveränität der USA und Großbritanniens stehen. Im Jahr 2010 waren die Cayman Islands das beliebteste juristische Domizil für Hedge-Fonds. Die dort ansässigen Fonds verwalteten 52 Prozent des in Hedge-Fonds investierten Vermögens. Auf dem zweiten Platz folgte Delaware mit 22 Prozent. Die British Virgin Islands, Jersey und Bermuda lagen auf Platz drei, vier und fünf – die dort registrierten Fonds verfügten über 11 Prozent, 5 Prozent bzw. 4 Prozent des gesamten von Hedge-Fonds verwalteten Vermögens (Jaecklin et al. 2011). Insgesamt entfallen also fast 95 Prozent des in Hedge-Fonds investierten Vermögens auf Fonds, die ihren juristischen Sitz in diesen fünf OFC haben. Und alle diese fünf OFC stehen unter der Souveränität der USA und Großbritanniens. Hedge-Fonds profitieren massiv vom anglo-amerikanischen Phänomen Offshore, weil es ihnen erlaubt der Regulierung und Besteuerung anderer Staaten auszuweichen.

Die Manager der Hedge-Fonds arbeiten aber natürlich nicht Offshore, sondern Onshore. Ende 2011 arbeiteten etwa 70 Prozent aller Hedge-Fonds-Manager

in den USA (hauptsächlich New York). Fast 20 Prozent arbeiteten in Großbritannien – 18 Prozent davon in London und knappe 2 Prozent auf den Kanalinseln Jersey und Guernsey (TheCityUK 2012). Insgesamt arbeiteten Ende 2011 also schätzungsweise 90 Prozent aller weltweiten Hedge-Fonds-Manager in lediglich zwei Staaten – den USA und Großbritannien. Sowohl was das juristische Domizil angeht, als auch was den Sitz der Hedge-Fonds-Manager betrifft, ist dies ist eine außergewöhnlich hohe Konzentration einer gesamten Branche auf nur zwei Länder. Hedge-Fonds, OFC, und die USA und Großbritannien müssen also als ein Zusammenhang – als ein Nexus – gesehen werden.

Ungefähr 10.000 Hedge-Fonds verwalteten im dritten Quartal 2012 die Rekordsumme von zusammen 2.190 Milliarden US-Dollar (HFR 2012). Dies ist ein enormer Anstieg seit 1990, als etwa 500 Hedge-Fonds lediglich 40 Milliarden US-Dollar verwalteten. Trotzdem machen die gut 2 Billionen US-Dollar der Hedge-Fonds-Branche nur zwischen 1 Prozent und 2 Prozent des gesamten globalen Bestands an Finanzmitteln aus. Jedoch haben sie die Fähigkeit, einen hohen Hebel (leverage) durch die Aufnahme von Fremdkapital zu erzielen sowie ihr Vermögen in nur wenigen Anlagen zu konzentrieren. Hinzu kommt die Tatsache, dass sie extrem aktive Investoren sind und viele Teilmärkte dominieren. All dies führt dazu, dass Hedge-Fonds einen sehr viel größeren Einfluss auf den internationalen Finanzmärkten ausüben können, als dies dieser geringe Anteil vermuten lassen würde.

Palley (2007) hat drei Kanäle identifiziert, durch die Finanzialisierung wirkt: erstens Veränderungen in der Struktur und in dem Funktionieren von Finanzmärkten; zweitens Veränderungen im Verhalten von Unternehmen; und drittens Veränderungen in der Wirtschaftspolitik. Im Folgenden wird nun analysiert, inwiefern Hedge-Fonds durch die ersten beiden Wirkungskanäle zur Finanzialisierung beitragen.

Nach Rosenbaum (2010) ist ein Markt ein freiwilliger, kompetitiver Austausch von Gütern und Dienstleistungen, welcher regelmäßig stattfindet; er bringt Nachfrage (Käufer) und Angebot (Verkäufer) zusammen. Märkte haben zwei fundamentale Funktionen, die eng zusammenhängen. Erstens dienen Märkte als Allokationsmechanismen für knappe Ressourcen. Zweitens bestimmen Märkte die relativen Preise von Angebot und Nachfrage (Rosenbaum 2010). Der grundlegende Sinn und Zweck von Märkten ist demnach, den Austausch zwischen Käufern und Verkäufern zu ermöglichen. Dieses Konzept von Märkten basiert auf der Annahme, dass Wirtschaft primär von Akteuren angetrieben wird, die Güter und Dienstleistungen austauschen möchten, um real existierende Nachfrage zu befriedigen – und dass (Finanz-) Märkte als Werkzeug dienen, dieses Ziel zu erreichen.

Hedge-Fonds machen nur einen kleinen Teil der globalen Finanzmärkte aus. Trotzdem dominieren diese extrem aktiven Investoren zahlreiche Marktsegmente. Im Jahr 2009 entfiel ungefähr ein Drittel des gewaltigen Devisenhandels auf Hedge-Fonds (Valdez und Molyneux 2010). Eine Studie von Greenwich Associates hat herausgefunden, dass im Zeitraum von April 2006 bis April 2007 Hedge-Fonds für fast 30 Prozent des Anleihen-Handels in den USA verantwortlich waren. Gut die Hälfte des Handels mit als sicher eingestuften Derivaten entfiel auf Hedge-Fonds, während es bei besonders riskanten Derivaten 80 Prozent waren. Beim Handel von notleidenden Schuldtiteln kamen sie sogar auf 85 Prozent Marktanteil (Holmes 2009). Ferner spielen Hedge-Fonds eine wichtige Rolle im Schattenbanksystem (vgl. Kessler und Wilhelm in diesem Band).

Harmes hebt die Rolle von Hedge-Fonds als Marktführer hervor, die daher rührt, dass sie unilateral Preise von Wertpapieren beeinflussen können (2002). Hedge-Fonds sind hierzu in der Lage, weil sie einen hohen Fremdkapital-Hebel benutzen können und auch dadurch, dass sie die einzigartige Fähigkeit haben, ihr Kapital in einigen wenigen Anlagen zu konzentrieren; praktisch alle anderen Investoren müssen dagegen diversifizieren. Dazu kommt, dass Hedge-Fonds für besonders große "Deals" miteinander kooperieren und sogenannte "Wolfsrudel" (wolf packs) bilden können (Briggs 2006). Ferner findet Harmes Anzeichen dafür, dass einige Hedge-Fonds normative Autorität auf den internationalen Finanzmärkten besitzen, da diese zunehmend von der Herden-Mentalität der Manager von Pensions- und Investmentfonds gekennzeichnet seien (Harmes 2002).

Generell ist festzustellen, dass Hedge-Fonds (Finanz-)Märkte nicht dafür nutzen, Güter und Dienstleistungen auszutauschen, um real existierende Bedürfnisse zu befriedigen, sondern um kurzfristige finanzielle Spekulation zu betreiben. Die Kontrolle über große Finanzmittel versetzt einige Hedge-Fonds in die Lage, Trends zu schaffen, unabhängig von den "Fundamentaldaten" des Marktes (Harmes 2002). Im Verlauf der letzten Dekade haben Hedge-Fonds und andere Anlageformen, besonders sogenannte "Exchange Traded Funds" (ETFs), Kapitalflüsse auf Rohstoffmärkte gelenkt, weil die Preisentwicklung dort eine geringe Korrelation mit den etablierten Finanzmärkten hatte. Hedge-Fonds sind bedeutende Akteure auf Rohstoffmärkten geworden, zum Beispiel auf den Märkten für Erdöl und Gold, aber auch auf exotischeren Märkten, wie etwa für Kakao und Kaffee. Hedge-Fonds haben entscheidend zum drastischen Preisanstieg für Erdöl Mitte der 2000er Jahre beigetragen: "Research by Goldman Sachs at the end of 2005 suggests that as much as 20 percent of the huge oil price increase that year was a result of hedge fund buying, which continued up until early 2008" (Valdez und Molyneux 2010, S. 245). Des Weiteren berichten Büyükşahin und Robe, dass Hedge-Fonds-Aktivitäten ein signifikanter Faktor ist, um die in den letzten Jahren stark gestiegene Korrelation zwischen Aktien- und Rohstoff-Märkten zu erklären (Büyükşahin und Robe 2011).

Befürworter von Hedge-Fonds schreiben ihnen eine wichtige Rolle für das Funktionieren von Märkten zu: "By buying irrationally cheap assets and selling irrationally expensive ones, they shift market prices until the irrationalities disappear, thus ultimately facilitating the efficient allocation of the world's capital" (Mallaby 2007, S. 95). Hedge-Fonds tragen jedoch keine intrinsische Nachfrage und kein real existierendes Angebot zu Rohstoffmärkten bei. Mitte 2010 kaufte der in London ansässige Hedge-Fonds Armajaro mithilfe von Derivaten mehr als 240.000 Tonnen Kakao, um von steigenden Preisen zu profitieren. Dies war der größte Einzelkauf von Kakao seit 1996. Durch das außergewöhnliche Verhalten, sich den Kakao physisch liefern zu lassen, versuchte Armajaro den Markt zu "cornern" – die planmäßige Verknappung von Angebot, um den Preis in die Höhe zu treiben. Akteure mit einer real existierenden Nachfrage für Kakao hätten dann einen deutlich höheren Preis zahlen müssen. Letztendlich hat besser als vorhergesagtes Wetter in der Elfenbeinküste dazu geführt, dass der Preis für Kakao gefallen ist (Blas und Farchy 2010). Diese Episode zeigt jedoch, dass Hedge-Fonds dazu beitragen können, dass Preise an Rohstoffmärkten weit über den durch "Fundamentaldaten" gerechtfertigten Wert hinausgehen können, was zu höherer Volatilität führt. Newman hat eine derartige Auswirkung auf den Markt für Kaffee herausgefunden:

"Large institutional investors, such as hedge funds, have become much more active in such trading. Most traders in futures have no interest, in fact, in dealing with coffee as a physical item: they are constantly trading 'paper coffee' in order to derive profits from price changes. Consequently, between 2002 and 2007 coffee prices increased at a rate higher than that warranted by changes in supply and demand and became significantly more volatile." (Newman 2009, S. 1)

Die United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) hat 2011 eine Studie über "price formation in financialized commodities markets" publiziert (2011). Das Ergebnis ist, dass Hedge-Fonds und börsennotierte Index-Fonds (wie ETFs) eindeutig Auswirkungen auf die Märkte für Rohstoffe haben und zu deren Finanzialisierung beitragen:

"Financialization has strongly affected the functioning of commodity markets. Due to the increased participation of financial players in those markets, the nature of information that drives commodity price formation has changed. Contrary to the assumptions of the efficient market hypothesis, the majority of market participants do not base their trading decisions purely on the fundamentals of supply and demand; they also consider aspects which are related to other markets or to portfolio diversification. This introduces spurious price signals to the market." (UNCTAD 2011, S. 55)

Es gibt eindeutige Anzeichen, dass Hedge-Fonds schlicht und einfach nicht die Rolle als rationale Arbitrageure ausüben, die ihnen die orthodoxe Mainstream-Ökonomie zuschreibt. Brunnermeier und Nagel haben herausgefunden, dass Hedge-Fonds keine korrigierende Kraft auf Aktienkurse während der Dotcom-Blase waren. Ganz im

Gegenteil, sie "ritten" die Blase aufgrund von vorhersehbarem Verhalten der anderen Investoren und aufgrund dessen, dass Arbitrage nur begrenzt möglich ist (Brunnermeier und Nagel 2004). Simon et al. zufolge gibt es außerdem starke Indizien für "the emergence of a consensus trade" – dem Phänomen, dass viele verschiedene Hedge-Fonds dieselben (riskanten) Spekulationsgeschäfte eingehen. Der Grund dafür ist der Transfer von Anlageinformationen zwischen sich persönlich bekannten Hedge-Fonds-Managern (Simon et al. 2012).

Die dominante Position, die Hedge-Fonds in einigen Finanz- und Rohstoffmärkten innehaben, stellt eine wichtige Rolle dar, die Hedge-Fonds für das Phänomen Finanzialisierung spielen. Die Aktivität von Hedge-Fonds kann dazu beitragen, dass Märkte sehr zweifelhafte Preissignale an die Realwirtschaft senden. Im klaren Widerspruch zu Mallaby (2007) muss die Rationalität von Hedge-Fonds – das kurzfristige Erzielen von Spekulationsgewinnen – also nicht zwangsläufig zu einer effizienten Allokation von Kapital führen, sondern kann ihr sogar entgegenstehen. Hedge-Fonds betreiben eine Vielzahl von verschiedenen Strategien, um das von ihnen verwaltete Kapital kurzfristig zu maximieren. Eine Strategie davon zielt direkt darauf ab, das Verhalten von Unternehmen zu beeinflussen.

Eine wichtige Untergruppe von Hedge-Fonds betreibt sogenannte aktivistische Strategien. Hedge-Fonds Aktivismus ist in erster Linie durch drei Komponenten gekennzeichnet. Erstens versuchen aktivistische Hedge-Fonds, den Marktwert der Zielfirma zu steigern. Zweitens versuchen sie, von wahrgenommenen Marktungleichgewichten zu profitieren, bzw. davon, dass der Aktienkurs des Zielunternehmens unter dem vermeintlich fundamental gerechtfertigten Wert liegt. Drittens profitieren aktivistische Hedge-Fonds in vielen Fällen von Kapitaltransfers zulasten von anderen "Stakeholdern", wie zum Beispiel Angestellten, Zulieferern oder Kreditgebern (Schmidt und Spindler 2008). Aktivistische Hedge-Fonds erwerben typischerweise zwischen 5 Prozent und 10 Prozent der Aktien von einem börsennotierten Unternehmen. Dann fordern sie Maßnahmen, um den kurzfristigen Shareholder-Value zu erhöhen: Erstens die Zahlung einer Sonderdividende; zweitens den Beginn eines Aktienrückkaufprogramms; drittens den Verkauf von Sparten, die nicht zum "Kerngeschäft" des Unternehmens gehören.

Anfangs kommuniziert der aktivistische Hedge-Fonds seine Forderungen an das Management des Zielunternehmens meist privat. Falls das Management jedoch nicht willens ist, die Forderungen zu erfüllen, startet der aktivistische Hedge-Fonds in der Regel eine Medienkampagne, um öffentlichen Druck aufzubauen. In den meisten Fällen gelingt es aktivistischen Hedge-Fonds, gleichgesinnte Investoren (Investmentfonds, Pensionsfonds oder andere Hedge-Fonds) zu finden, die auch die Aktien der Zielfirma kaufen in der Erwartung des Erfolgs des Hedge-Fonds. Quantitative

Studien von Ökonomen haben in der Tat empirische Belege gefunden, dass die Aktien von Zielunternehmen kurzfristig besser abschneiden als Aktien von vergleichbaren Unternehmen, die nicht Ziel von aktivistischen Hedge-Fonds geworden sind. Boyson und Mooradian berichten, "hedge funds can facilitate long-lasting changes in corporate governance, cash flows, and operating performance that benefit target firm shareholders" (2011, S. 169). Eine Studie von Klein und Zur (2011) schränkt diesen Befund jedoch deutlich ein; sie finden, dass Hedge-Fonds Aktivismus das Vermögen der Anleihenbesitzer des Zielunternehmens signifikant reduziert. Für Klein und Zur bedeutet Hedge-Fonds Aktivismus daher "an expropriation of wealth from bondholders to shareholders" (2011 S. 1737).

Aktivistische Hedge-Fonds haben eine Reihe von wegweisenden "Deals" in Kontinentaleuropa gemacht, wo sich die meisten Unternehmen (noch) nicht vollständig an Finanzialisierung angepasst haben. Im Jahr 2005 hat ein "Wolfsrudel" unter der Führung von TCI (The Children's Investment Fund) und Atticus knapp 30 Prozent der Aktien der Deutschen Börse AG aufgekauft und Europas größten Börsenbetreiber dazu gezwungen, die geplante Übernahme der London Stock Exchange abzubrechen. Stattdessen schüttete die Deutsche Börse AG eine Sonderdividende an ihre Aktionäre aus und legte ein Aktienrückkaufprogramm auf. Watson bezeichnete diesen bahnbrechenden Erfolg der Hedge-Fonds als "the Deutsche Börse Affair" (2005). Dieser Erfolg schaffte einen wichtigen Präzedenzfall und demonstrierte die Macht aktivistischer Hedge-Fonds über börsennotierte Unternehmen in Deutschland und anderen Staaten.

Aktivistische Hedge-Fonds sind unter den aggressivsten Befürwortern von kurzfristiger Shareholder-Value-Maximierung. Das Shareholder-Value-Modell zielt darauf ab, die Kapitalflüsse innerhalb von Unternehmen transparent zu machen, um dadurch das Unternehmen profitabler machen zu können – und damit letztendlich den Marktwert (bzw. Aktienkurs) zu steigern. Diese externe Anpassung an die Ziele der Aktienbesitzer kann als die Finanzialisierung des Unternehmens interpretiert werden (Froud et al. 2000).

#### 4. Fazit

Dieser Beitrag hat die Rolle der USA und Großbritanniens für das Phänomen Finanzialisierung anhand zweier – miteinander eng verwobener – Beispiele untersucht: "Offshore" und Hedge-Fonds. Erstens wurde dargelegt, dass die USA und Großbritannien maßgeblich für die Entwicklung von "Offshore" gewesen sind. Offshore ist hierbei weniger eine geographische Kategorie, als vielmehr eine Rücknahme von staatlicher Besteuerung und Regulierung, von der Finanzmarktakteure am meisten

profitieren. Teilweise haben diese beiden Staaten die Entwicklung selbst aktiv vorangetrieben; manchmal haben sie – als die beiden entscheidenden Veto-Spieler im internationalen Finanzsystem – die Ausbreitung oder Intensivierung von Offshore toleriert. Da transnationale Finanzströme nur extrem schwer kontrolliert werden können, hat dies dazu beigetragen, dass praktisch alle anderen (Industrie-) Staaten ihre Finanzsysteme ebenfalls liberalisiert und dereguliert haben. Zweitens, hat dieses Kapitel die Rolle von Hedge-Fonds für Finanzialisierung untersucht. Die gesamte globale Hedge-Fonds-Branche ist in den USA und Großbritannien konzentriert - sowohl was den Ort der Hedge-Fonds-Manager angeht, als auch was das juristische Domizil der Fonds betrifft. Einerseits finanzialisieren Hedge-Fonds Märkte (etwa für Erdöl oder Kaffee), und andererseits finanzialisieren aktivistische Hedge-Fonds börsennotierte Unternehmen. Finanzialisierung durch Offshore und Hedge-Fonds erfolgt somit nicht durch "die globalen Finanzmärkte", sondern ist eindeutig ein anglo-amerikanisches Phänomen. Finanzialisierung ist daher kein funktionaler oder systemischer, sondern ein politisch von Washington und London in gewissem Maße gelenkter bzw. geschützter Prozess. Dies ist für die nach der Finanzkrise vielfach geforderte Re-Regulierung der Finanzmärkte eminent wichtig. In Zeiten liberalisierter internationaler Finanzmärkte können Staaten gegen den Willen der USA und Großbritanniens nur schwer eine strenge Finanz-Regulierung (in Sinne einer De-Finanzialisierung) durchsetzen.

#### Literatur

- BIZ. 2012. Locational Banking Statistics. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Blas, J., und J. Farchy. 2010. Armajaro Sells Position as it Offloads Cocoa. Financial Times, 16. Dezember 2010. http://www.ft.com/cms/s/0/cfb68d4e-094e-11e0-ada6-00144feabdc0.html. Zugegriffen: 10. September 2012.
- Boyson, N., und R. Mooradian. 2011. Corporate Governance and Hedge Fund Activism. *Review of Derivatives Research* 14 (2): 169-204.
- Briggs, T. 2006. Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis. *Journal of Corporation Law* 32 (4): 681-738.
- Brunnermeier, M., und S. Nagel. 2004. Hedge Funds and the Technology Bubble. *The Journal of Finance* 59 (5): 2013-2040.
- Burn, G. 1999. The State, the City and the Euromarkets. *Review of International Political Economy* 4 (2): 225-260. Büyükşahin, B., und M. Robe. 2011. Does 'Paper Oil' Matter? Energy Markets' Financialization and Equity-Commodity Co-Movements. http://ssrn.com/abstract=1855264. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

CIA, 2012. The World Factbook. https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/. Zugegrif-fen: 14. Dezember 2012.

- Deneault, A. 2010. Offshore: Tax Havens and the Rule of Crime. New York: The New Press.
- Dyreng, S., B. Lindsey, und J. Thornock. 2012. Exploring the Role Delaware Plays as a Tax Haven. Oxford University Centre for Business Taxation Working Papers 1212.
- Edwards, F. 2004. The Regulation of Hedge Funds. In *Hedge Funds: Risks and Regulation*, hrsg. T. Baums, und A. Cahn, 30-54. Berlin: De Gruyter.
- Epstein, G. 2005. Introduction: Financialization and the World Economy. In *Financialization and the World Economy*, hrsg. G. Epstein, 3-16. Cheltenham: Edward Elgar.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal, und K. Williams. 2000. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. *Economy and Society* 29 (1): 80-110.
- Harmes, A. 2002. The Trouble with Hedge Funds. Review of Policy Research 19 (1): 156-176.
- Helleiner, E. 1995. Explaining the Globalization of Financial Markets: Bringing States Back Review of International Political Economy 2 (2): 315-341.
- Hendry, I., und S. Dickinson. 2011. British Overseas Territories Law. Oxford: Hart.
- HFR. 2012. Hedge Fund Assets Surge To Record Level In Third Quarter. *Hedge Fund Research*. http://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr\_20121018.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Holmes, C. 2009. Seeking Alpha or Creating Beta? Charting the Rise of Hedge Fund-Based Financial Ecosystems. *New Political Economy* 14 (4): 431-450.
- Hossli, P. 2009. Steueroasen in Delaware. http://www.weltwoche.ch/ausgaben/2009-11/artikel-2009-11-usa-steueroasen.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- IWF. 2012. Coordinated Portfolio Investment Survey. *Internationaler Währungsfonds*. http://cpis.imf.org/. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Jaecklin, S., F. Gamper, und A. Sha. 2011. Domiciles of Alternative Investment Funds. Oliver Wyman. www. alfi.lu/sites/alfi.lu/files/files/Publications\_Statements/Press\_releases/Oliver-Wyman-presentation-written-21-11-11.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Klein, A., und E. Zur. 2011. The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders. *Review of Financial Studies* 24 (5): 1735-1771.
- Lane, P., und G. M. Milesi-Ferretti. 2010. Cross-Border Investment in Small International Financial Centers. Internationaler Währungsfonds IMF Working Paper WP/10/38, Februar 2010.
- Mallaby, S. 2007. Hands off Hedge Funds. Foreign Affairs 86 (1): 91-101.
- Newman, S. 2009. The Downside of 'Financialisation' of International Commodity Markets. SOAS Centre for Devlopment Policy and Research Development Viewpoint Number 32, July 2009. http://www.soas.ac.uk/cdpr/publications/dv/file52180.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Palan, R. 1998. Trying to Have Your Cake and Eating It: How and Why the State System Has Created Offshore. *International Studies Quarterly* 42 (4): 625–643.
- Palan, R. 2002. Tax Havens and the Commercialization of State Sovereignty. *International Organization* 56 (1): 151-176.
- Palan, R., R. Murphy, und C. Chavagneux. 2010. Tax Havens: How Globalization Really Works. Ithaca: Cornell University Press.
- Palley, T. 2007. Financialization: What It Is and Why It Matters. Levy Institute Working Paper No. 525, December 2007.
- Picciotto, S. 1992. International Business Taxation. London: Greenwood.
- Rosenbaum, E. 2010. What is a Market? On the Methodology of a Contested Concept. Review of Social Economy 58 (4): 455-482.
- Schmidt, R., und G. Spindler. 2008. Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive. Baden-Baden: Nomos.
- Simon, J., Y. Millo, E. Ofer, und N. Kellard. 2012. Close Connections: Hedge Funds, Brokers and the Emergence of a Consensus Trade. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=2064572. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

- TheCityUK. 2012. Hedge Funds 2012. TheCityUK. http://www.thecityuk.com/hedge-funds-2012. Zuge-griffen: 14. Dezember 2012.
- UNCTAD. 2011. Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information. New York, Juni 2011. http://unctad.org/en/Docs/gds20111\_en.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Valdez, S., und P. Molyneux. 2010. An Introduction to Global Financial Markets. Basingstoke: Palgrave Macmillan. Watson, M. 2005. Hedge Funds, the Deutsche Börse Affair and Predatory Anglo-American Capitalism. The Political Quarterly 76 (4): 516-528.
- Zoromé, A. 2007. Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition. *Internationaler Währungsfonds* IMF Working Paper WP/07/87, April 2007.
- Zucman, G. 2012. The Missing Wealth of Nations: Are Europe and the U.S. net Debtors or net Creditors? Paris School of Economics. http://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/zucman-gabriel/missingwealth.pdf Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

# Finanzialisierung in der Finanzmarkt-Kommunikation deutscher Großbanken

Jürgen Beyer/Markus Wolf

## 1. Einleitung

Nach der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise wünschen sich viele Kommentatoren, dass Banken wieder zu ihren "langweiligen" Geschäften zurückkehren und ihre Finanzmarktspekulationen einschränken. Das zwischenzeitlich für kaum noch interessant gehaltene Kreditgeschäft war einst besonders typisch für das deutsche Bankwesen. Banken vergaben langfristige Kredite an Unternehmen, wurden so mitunternehmerisch tätig und waren daher insbesondere an der Rückzahlungsfähigkeit der Kreditnehmer interessiert (Windolf 2008). Besonders hohe Risiken wurden eher gescheut und die Kreditgeber-Kreditnehmer-Beziehungen waren dauerhaft. Unternehmen hatten meist eine "Hausbank" und in der Wissenschaft wurde das deutsche Bankenmodell als besonders stabilitätsorientiert charakterisiert – von "patient capital" war in dieser Hinsicht oftmals die Rede (Goyer 2006; Streeck 1997). Zu Beginn der 1990er Jahre setzte in vielen deutschen Banken allerdings eine strategische Umorientierung ein (Lütz 2005). Die deutschen Großbanken Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank orientierten sich verstärkt an den zu jener Zeit besonders erfolgreichen amerikanischen Investmentbanken und richteten ihr Geschäftsmodell zunehmend in diese Richtung aus. Auch Landesbanken und einige eigentlich auf die Mittelstandfinanzierung ausgerichtete Institute begannen, wie man heute weiß, spekulative Geschäfte mit US-Hypothekenpapieren und Staatsanleihen durchzuführen, die ihnen dann im Verlauf der Krise erhebliche Verluste bescheren sollten.

In der Öffentlichkeit wurden diese strategischen Umorientierungen häufig erst dann zur Kenntnis genommen, als die Krise bereits bei den Banken angekommen war. In der wissenschaftlichen Debatte stand der Strategiewechsel der deutschen Großbanken bislang vor allem aufgrund ihres Rückzugs aus den Verflechtungsstrukturen der "Deutschland AG" in der Diskussion (Beyer 2003; Höpner und Krempel 2004). Als Ursachen der strategischen Neuausrichtung wurden u. a. die politisch gewollte Liberalisierung der Finanzmärkte (Lütz 2000), gewandelte Management- und Kontrollvorstellungen (Beyer 2007) oder auch die gewachsene Renditeorientierung der

Kunden ausgemacht (Deutschmann 2008; Lamberti 2006). Die kommunikative Seite des strategischen Wandels ist bislang allerdings nur in Ansätzen erforscht worden.

Der folgende Beitrag widmet sich der Frage, inwieweit sich die Unternehmenskommunikation im Zuge der "Finanzialisierung" von Bankaktivitäten verändert hat. In Anlehnung an Kädtler (2009) verstehen wir unter "Finanzialisierung" einen Prozess, bei dem die Finanzmarktrationalität als Leitvorstellung gegenüber anderen Formen ökonomischer Rationalität übergeordnete Bedeutung erlangt.¹ Die Finanzialisierung zeichnet sich in diesem konkreten Fall also dadurch aus, dass die spezifische ökonomische Rationalität, wie sie ursprünglich im deutschen Bankensystem verbreitet war (langfristige Kreditbeziehungen, Hausbankenprinzip, Unternehmensnetzwerke) durch eine Finanzmarktrationalität entwertet und ersetzt wurde.

In dem Beitrag wird analysiert, ob und wie der Orientierungswechsel in den Geschäftsberichten seinen Niederschlag gefunden hat.² Geschäftsberichte sind Veröffentlichungen, in denen Unternehmen ihren Anteilseignern und der interessierten Öffentlichkeit Rechenschaft über das abgelaufene Geschäftsjahr ablegen. Darüber hinaus dienen sie der Selbstdarstellung der Unternehmen. Gegenstand der Untersuchung sind die Geschäftsberichte der Deutschen Bank und der Commerzbank von 1970 bis zum Jahre 2010. Beide Unternehmen wurden 1870 gegründet und haben daher eine ausreichend lange Unternehmensgeschichte, um lange zeitliche Betrachtungen über mehrere Jahrzehnte hinweg zuzulassen. Beide Unternehmen gehören zudem seit langem zu den bedeutendsten Finanzinstituten Deutschlands.

Im Folgenden werden zunächst der Analysezugang und die angewendeten korpuslinguistischen Methoden vorgestellt (Teil 1). Anschließend werden die Ergebnisse der Untersuchung dargestellt und ihre Bedeutung interpretiert (Teil 2). Im Fazit (Teil 3) werden schließlich Schlussfolgerungen im Hinblick auf den gesellschaftlichen Prozess der Finanzialisierung gezogen.

<sup>1</sup> Im Gegensatz zu K\u00e4dtler (2009, S. 6), der bei Leitvorstellungen prim\u00e4r den Aspekt der legitimierenden Begr\u00fcndung bzw. Rechtfertigung in der Tradition der \u00e4conomie des Conventions (Boltanski und Thevenot 2007; Diaz-Bone 2009) hervorhebt, interessieren wir uns allerdings f\u00fcr kommunikative Praktiken, die sich als Selbstverst\u00e4ndlichkeit durchsetzen und gerade nicht der expliziten Begr\u00fcndung bed\u00fcrfen.

Zu beachten ist hierbei, dass nicht alle Aspekte der Finanzialisierung von Bankaktivitäten ihren Niederschlag in Geschäftsberichten finden. So haben beispielsweise Banken vielfach Tochtergesellschaften, wie Conduits, Structured Investment Vehicles und Zweckgesellschaften gegründet, die dezidiert außerhalb der Bankbilanzen tätig werden und daher in den Bereich des "Schattenbankensystems" fallen (vgl. Kessler und Wilhelm, in diesem Band).

#### 2. Analysezugang und Auswertungsmethoden

Der Geschäftsbericht einer Aktiengesellschaft ist eine der wichtigsten Informationsquellen für die Aktionäre und die allgemein interessierte Öffentlichkeit. Die Unternehmensführungen geben in diesem Bericht Auskunft über die Unternehmensstrategie, die Tätigkeit und den Erfolg des Unternehmens. Per Gesetz sind Aktiengesellschaften in besonders hohem Maße zur Transparenz verpflichtet. Laut Aktiengesetz (§ 160 Abs. 1 und 2 AktG) besteht ein Geschäftsbericht zumindest aus einem Lagebericht – in dem der Geschäftsverlauf, die Lage der Gesellschaft und Vorgänge von besonderer Bedeutung darzulegen sind - und einem Erläuterungsbericht, in dem die Bilanzposten und die Gewinn- und Verlustrechnung dargestellt und expliziert werden. Geschäftsberichte von Aktiengesellschaften enthalten zudem zumeist eine Vielzahl an Informationen, die über die reine Berichtspflicht hinausgehen. Die eigene Selbstdarstellung des Unternehmens nimmt hierbei in der Regel großen Raum ein. Neben den Geschäftsberichten nutzen größere Unternehmen zudem eine Vielzahl weiterer Kommunikationswege, die wie Quartalsberichte teils verpflichtenden Charakter haben können (zumindest für Unternehmen des Prime Standards), teils aber von den Unternehmen selbst entwickelt und genutzt werden (z. B. Unternehmenshomepages, Pressemitteilungen etc.). Für eine systematische Analyse sind Geschäftsberichte eine besonders gute Basis, da die anderen Kommunikationswege von Unternehmen zum Teil sehr unterschiedlich genutzt werden und sich aufgrund des Datenzugangs auch nur selten über lange Zeiträume hinweg auswerten lassen.

Die Deutsche Bank machte ihre Abkehr vom deutschen Hausbankprinzip und die Hinwendung zum Investmentbanking über den Geschäftsbericht und die verschiedenen anderen Kanäle der Unternehmenskommunikation früh kenntlich (Beyer 2007, S. 58). Zunächst baute sie durch die Übernahmen des Londoner Investmenthauses Morgan Greenfell 1989 und der US-Investmentbank Bankers Trust ihre Präsenz im Investmentbereich aus. Dann konnte sich 1997 nach einem internen Richtungsstreit mit Vertretern des traditionellen Hausbankgeschäfts Rolf-Ernst Breuer als neuer Vorstandssprecher durchsetzen, der vorher für den Ausbau des Investmentbereichs zuständig gewesen war. Weiterhin hielt sich die Deutsche Bank in mehreren Übernahmeversuchen (Thyssen durch Krupp und Mannesmann durch Vodafone) zurück, bei denen die Zielfirmen Teil ihres ehemaligen Unternehmensnetzwerks waren (Beyer 2003, S. 131; Höpner und Jackson 2003, S. 158). In ihren Corporate Governance Grundsätzen wurde 2001 seitens der Deutschen Bank angekündigt, dass sie in Zukunft alle ihre Aufsichtsratsposten in Nichtfinanzfirmen aufgeben wolle, da sie ansonsten aufgrund von Interessenkonflikten schlechte Chancen auf lukrative Berateraufträge im Investmentbanking bei Übernahmeversuchen hätte (Höpner und Jackson 2003, S. 162).

Die Commerzbank hingegen hat zwar um die Jahrtausendwende ebenfalls einen Großteil ihrer früheren Aufsichtsratsposten in anderen Unternehmen aufgegeben, sich ansonsten aber längst nicht so deutlich wie die Deutsche Bank zu einer strategischen Hinwendung zum Investmentbanking bekannt. Mit der Übernahme der zuvor im Investmentbanking stark engagierten Dresdner Bank von der Allianz hatte die Commerzbank Verlautbarungen zufolge primär die Stärkung der Präsenz in Deutschland und die Stärkung des Privatkundengeschäfts im Auge. Die Commerzbank hat in den Debatten um den Niedergang der Deutschland AG, die Orientierung am Shareholder Value und die zunehmende Finanzialisierung von Wirtschaftsbeziehungen daher zumeist weitaus weniger Aufmerksamkeit auf sich gezogen als die Deutsche Bank. Aktuell bezeichnet sich die Commerzbank als führende Privat- und Firmenkundenbank und betont ihre Erfolge im Geschäft mit Kunden aus dem Mittelstand (Commerzbank 2012). Die Jahresberichte beider Großbanken stellen, aufgrund der teilweise unterschiedlichen Geschäftskonzepte, folglich auch im Vergleich zueinander, ein lohnendes Untersuchungsmaterial dar.

Für die Analyse von Texten kommen an sich verschiedene inhalts- und diskursanalytische Verfahren in Frage. Bei sehr großen Textmengen sind insbesondere quantitative explorative Verfahren empfehlenswert. In Bezug auf das reine Auszählen von Worthäufigkeiten haben vergangene Studien allerdings gezeigt, dass vermeintlich zentrale Begriffe aus verschiedenen Gründen in Texten nicht unbedingt oft vorkommen. Bei einer umfangreichen Untersuchung österreichischer Zeitungen von 1991 bis 2000 zum Thema Aufkommen des Shareholder Value-Ansatzes stellte sich heraus, dass der eigentliche Begriff anfänglich nur in einem kleinen Kreis von Finanzexperten verwendet wurde. Später fand er in einer Managementdebatte durch Befürworter größere Verbreitung, um schlussendlich von politischen Gegnern des Konzeptes, wie etwa Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden, in kritischer Absicht aufgegriffen zu werden (Meyer und Höllerer 2010, S. 1255). Obwohl die Vertreter des Shareholder-Value-Ansatzes durchaus politische Erfolge erzielten, griffen sie aufgrund des großen Widerstands in der öffentlichen Debatte zu späteren Zeitpunkten auf weniger vorbelastete und technischere Begriffe wie etwa bestimmte Kennzahlen zurück. So bemerkte auch Vitols (2004, S. 369), dass der Begriff oft umschrieben oder eingedeutscht wird.

Auch in den Geschäftsberichten der Deutschen Bank, die immerhin in Deutschland als Vorreiterin des Shareholder-Value-Ansatzes gilt, kommt der Begriff in den Berichten von 1990 bis 2010 nur fünfunddreißig Mal vor. Bei der Commerzbank ist der Begriff mit siebenundzwanzig Nennungen noch dünner gesät. Hier wird der Terminus zwar seit dem Jahre 2000 im Glossar aufgeführt und erklärt, aber ansonsten in den eigentlichen Berichten nur insgesamt sieben Mal inhaltlich verwendet.

Die für einen Diskurs charakteristischen Wörter, gemessen an den tatsächlichen Verwendungshäufigkeiten, mit bloßem Auge zu bestimmen, ist für ForscherInnen daher nicht einfach. Zum einen findet ein ständiger sprachlicher Wandel statt und zum anderen wird Sprache nicht nur zur Kommunikation, sondern auch zur sozialen Distinktion verwendet (Bourdieu 2004).

Nicht nur Finanzinstitute, sondern auch einzelne Abteilungen und Analysten innerhalb derselben Firma pflegen oft einen eigenen sprachlichen Stil, um ihre professionelle Identität hervorzuheben (Preda 2002, S. 224). Folglich könnte dasselbe gedankliche Konzept in zwei Unternehmen durchaus unterschiedlich benannt werden. Zudem sind Wortbedeutungen mitunter politisch umkämpft, so dass derselbe Begriff von unterschiedlichen Akteuren mit gegensätzlichen Deutungen belegt wird (Laclau und Mouffe 2001; Fairclough 2003). Shareholder Value wurde etwa von Gewerkschaftsführern anders gedeutet als von Analysten und Vertretern von Investmentfonds (Meyer und Höllerer 2010, S. 1256).

Aus diesen Gründen empfiehlt sich die Verwendung von explorativen Verfahren der Sprachanalyse, die dafür entwickelt wurden mit derartiger Heterogenität umzugehen. Um die charakteristischen Begriffe einer gegebenen Textsammlung herauszufiltern, findet die sogenannte Keyword Analysis seit Jahren in der Korpuslinguistik, Lexikografie und in der forensischen Linguistik breite Anwendung. Hierbei wird eine Textprobe zunächst in eine Worthäufigkeitsliste umgewandelt und anschließend mit einem zumeist sehr breit aufgestellten Vergleichskorpus kontrastiert (Scott 1997). Wenn man etwa an den speziell im Wirtschaftsenglisch oder im Altenglischen Anwendung findenden Termini interessiert ist, um ein entsprechendes Lexikon zu erstellen wird eine entsprechende Text- und Transkriptsammlung mit einem möglichst repräsentativen Korpus anderer sprachlicher Felder des Englischen, z. B. dem British National Corpus, verglichen. In dieser Studie ist das Forschungsziel weniger weit gefasst, da in erster Linie der sprachliche Wandel der Geschäftsberichte von 1970 bis 2010 untersucht wird.

Um den Verwendungskontext der so erfassten Schlüsselworte bestimmen zu können, wird auf das Verfahren der Collostructional Analysis (Stefanowitsch und Gries 2003), im weiteren "Wortumfeldanalyse" genannt, zurückgegriffen. Hierbei wird die unmittelbare Umgebung eines Wortes nach Begriffen geprüft, die gemessen an ihrer Gesamthäufigkeit im Text signifikant oft in der Nähe des untersuchten Wortes auftauchen (sog. Kollokate). So werden in der Linguistik z. B. negativ oder positiv unterlegte Begriffe bestimmt, die ansonsten eine ähnliche Verwendung finden ("zugestoßen" im Vergleich zu "passiert"). Für inhaltliche Betrachtungen empfiehlt es sich, die quantitativen Methoden mit einer qualitativen diskursanalytischen Betrachtung des Textmaterials (Fairclough 2003) zu kombinieren.

Korpus-Analysen und andere explorative linguistische Verfahren werden erst in jüngster Zeit für sozialwissenschaftliche Fragestellungen eingesetzt. Dies liegt zum Teil an einem wachsenden Interesse der linguistischen Forschung an sozialen Phänomenen (Wengeler und Ziem 2010), aber auch an dem im Zuge der kulturellen Wende (Bachmann-Medick 2009) vertieften Interesse an Kommunikationen und Diskursen in den Sozialwissenschaften. Bislang wurden die hier angewandten linguistischen Methoden in der soziologischen und politikwissenschaftlichen Forschung vor allem für Zeitungsanalysen verwendet (Fruchtmann 2008; Kutter 2011; Kutter und Kanther 2012; Panizza 2012). In der Anwendung der Methoden auf die Analyse von Geschäftsberichten hat die hier vorgestellte Untersuchung Pioniercharakter.

#### 3. Untersuchungsschritte und Ergebnisse der explorativen Analyse

Die durchgeführte korpuslinguistische Analyse wurde in mehreren Untersuchungsschritten durchgeführt. In einem ersten Untersuchungsschritt wurden zunächst die Geschäftsberichte nach Firmen getrennt in Fünfjahresgruppen (1970 bis 1974, 1975 bis 1979 etc.) miteinander verglichen. Weiterhin wurden die Berichte der Jahre 1976 bis 1996 ausschließlich des Jahres 1987 für die Deutsche Bank und die Commerzbank zu zwei Vergleichskorpora zusammengefasst und mit den Korpora der Jahre 1972 und 1987 verglichen. Diese vergleichenden Schlüssel führten bei beiden Banken zu sehr kurzen Keyword-Listen, die in erster Linie auf Wechsel von Managern, Filialen und assoziierten Unternehmen zurückzuführen waren. In den traditionellen Geschäftsberichten beider Finanzinstitute werden ausführliche Listen aller Geschäftsstellen samt den ihnen zugeordneten Filialen in Deutschland, sowie von Tochterunternehmen und Zweigstellen im Ausland aufgeführt. Weiterhin werden alle Beiratsmitglieder regionaler Geschäftsstellen und Kontaktpersonen zu internationalen Niederlassungen mit Namen, Funktion und akademischem Grad erwähnt. Auch Todesfälle werden betrauert.

Diese Beobachtung deckt sich mit den Ergebnissen von Preda (2002), der bei einer Untersuchung von Finanzanalystenreporten feststellte, dass auch in offiziellen Berichten nicht nur Informationen zu wirtschaftlichen Entwicklungen, sondern auch professionelle Identität kommuniziert wird. Gleich einer Visitenkarte stellen diese seitenlangen Auflistungen in den Geschäftsberichten den Status der entsprechenden Bank als ein deutschlandweit und international breit vertretenen Unternehmens heraus und versorgen LeserInnen mit einer Aufstellung von Ansprechpartnern. Bedingt durch personelle Wechsel und Neueröffnungen oder Verlagerungen von Zweigstellen, förderten die Schlüsselwortanalysen für Berichte der Jahre 1972 und 1987 vor allem Namen von Personen, Orten und Firmen zu Tage. Davon abgesehen wurden keine Schlüsselworte identifiziert, die auf einen Sprachstilwandel von Anfang der 1970er

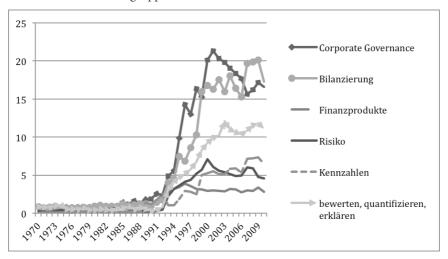
bis hin zum Ende der 1980er hindeuten würden. Die Befunde sprechen daher für die Aufrechterhaltung konsistenter sprachlicher Identitäten beider Banken in dieser Zeit.

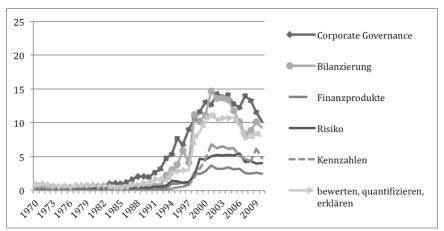
Die Schlüsselwortanalysen beider Berichte aus 2001 hingegen lieferten im Vergleich mit dem Korpus 1976-1996 hunderte von neuen Keywords. Im Einklang mit der bisherigen Forschung deutet dieses Ergebnis darauf hin, dass irgendwann von der Mitte der 1990er Jahre bis hin zu den frühen 2000er-Jahren ein deutlicher sprachlicher Wandel in den Geschäftsberichten beider Banken stattgefunden hat. Da in dieser Zeit die Deutsche Bank ihre strategische Umorientierung selbst verkündet hat, und sowohl seitens der EU als auch auf Bundesebene diverse Gesetze zur Internationalisierung der Finanzmärkte und zur Deregulierung von Finanzinstituten verabschiedet wurden, geben dieser Befunde einen ersten Hinweis darauf, dass der sprachliche Wandel mit strategischen Umorientierungen in Zusammenhang stehen könnte.

Im Anschluss an diese ersten Analysen wurden die Berichte der 1970er und 1980er zu je einem Vergleichskorpus zusammengefasst, da das Textmaterial aus dieser Zeit als hinreichend konsistent festgestellt wurde. Die Geschäftsberichte der 1990er hingegen wurden nicht mit hinzugenommen, da hier offenbar ein sprachlicher Übergang stattgefunden hat, der die Kontrastierung mit späteren Jahren erschweren könnte. Dann wurden die Berichte von 2000 bis 2009 ihren jeweiligen Vergleichskorpora der 1970er und 1980er gegenübergestellt. Die so gewonnenen Schlüsselwörter, die weiterhin konsistent für alle zehn Berichte der entsprechenden Bank charakteristisch sind, bilden den Gegenstand der Hauptuntersuchung. Die letztgenannte Einschränkung ist notwendig, um nur die Schlüsselwörter zu erhalten, die mit den sprachlichen Neuerungen der gesamten 2000er-Jahre in Verbindung stehen. Einschneidende Ereignisse, wie etwa zwei Finanzkrisen und sonstige spezifische Ereignisse, schlagen sich in den Keywords einzelner Geschäftsberichte der betroffenen Jahre nieder, um anschließend wieder zu verschwinden.

Von den für die 2000er-Jahre konsistent als charakteristisch festgestellten Keywords, bezogen sich bei der Deutschen Bank sechs und bei der Commerzbank sieben Wörter entweder auf der Zeit geschuldete Neuerungen (2x Internet, Software, Euromoney, Euro, Eur, Inc.), gingen auf geänderte Abkürzungen zurück (DB, Prof., TSD) oder lassen sich als reine Artefakte bestimmen (Commerzbank, Unternehmen, Kunden). Die verbleibenden 146 Begriffe bei der Deutschen und 117 bei der Commerzbank ließen sich mit Hilfe von Wortumfeldanalysen eindeutig interpretieren und zu je sechs Themengruppen zusammenfassen. Die Nennungshäufigkeiten der Themengruppen sind in Abbildung 1 dargestellt. Da sich die Geschäftsberichte beider Banken etwa ab dem Jahr 2000 im Umfang verdoppeln und später verdreifachen wurden die Worthäufigkeiten nicht in absoluten Zahlen angegeben sondern auf 1000 Worte pro Geschäftsbericht umgerechnet.

Abbildung 1: Charakteristische Keywords in den Geschäftsberichten der Deutschen Bank und der Commerzbank, gruppiert nach Themengruppen, 1970-2010





Unter dem Sammelbegriff des "Corporate Governance, sind bei der Deutschen Bank die Bezeichnungen von neuen oder zumindest neu benannten Unternehmensberei-

chen (Sales & Trading, Corporate & Investment Bank Group Division, Emerging Markets, etc.) sehr stark vertreten. Bei der Commerzbank finden sich stattdessen die Namen einiger assoziierter Unternehmen (z. B. Generali) und Formen von Unternehmensverknüpfungen (Beteiligungsverhältnis, Konzernmandate etc.). Bei beiden Banken finden sich in dieser Kategorie noch allgemein mit Managementsprache zusammenhängende Begriffe wie Überwachung, Steuerung und Umsetzung, sowie die Bezeichnungen neuer interner Kontrollsysteme, Positionen (chief executive/risk/financial officer) und Initiativen (Global Share Plan, Long Term Performance-Plan).

Es finden sich zahlreiche, und größtenteils bei beiden Banken identische, Fachtermini, die mit *Bilanzierung und Rechnungslegung* zusammenhängen (Handelsaktiva, Kapitalflussrechnung, Equity Methode, IAS, Tier I Kapital etc.). Ähnliches gilt für die Bezeichnungen von *Finanzprodukten* wie Derivate und OTC-Swaps, die in den USA Ende der 80er entwickelt bzw. legalisiert wurden (MacKenzie und Millo 2003) und in Deutschland erst noch später an Bedeutung gewannen. Offenkundig haben Ende der 1990er in Berichten beider Banken diverse *Kennzahlen* (Zinsüberschuss, Fair Value, Value-at-risk, Marktwert etc.) Verwendung gefunden, mit denen die Performance des Unternehmens, einzelner Bereiche oder der Kredite und Marktpositionen gemessen und für die LeserInnen dargestellt wird. Interessanterweise werden in den Geschäftsberichten auch Aspekte des sozialen Engagements vorzugsweise über "Key Performance Indicators" des Nachhaltigkeits-Accounting verdeutlicht (vgl. Hiß, in diesem Band), da eine nachhaltige Unternehmenspolitik stets auch im Hinblick auf Gewinnchancen und Implikationen für das Risikomanagement interpretiert und bewertet wird (vgl. Feist und Fuchs, in diesem Band).

Abbildung 2: Die 60 häufigsten Kollokate von "Risiken" in Berichten der Commerzbank.



Zu der Gruppe der *Risikobegriffe* ist zu erwähnen, dass die meisten dieser Schlüsselwörter entweder mit dem Messen, Managen oder Beherrschen von Risiken zu tun haben (z. B. Risikomanagement, Risikobericht, Event-Risk-Szenarien, Stresstests etc.) oder aber auf Größen verweisen, die Banken aus regulatorischen Gründen messen und veröffentlichen müssen (Marktpreisrisiken, Kreditrisiko etc.). Auch eine Wortumfeldanalyse des Nichtfachbegriffes "Risiken" legt nahe, dass der Begriff im Kontext von neueren Geschäftsberichten nicht wie in der Umgangssprache mit negativen Untertönen behaftet ist.

Abbildung 2 stellt die sechzig häufigsten der in der unmittelbaren sprachlichen Umgebung anzutreffenden Begriffe (Kollokate) von "Risiken" in den Geschäftsberichten der Commerzbank dar. Die hier gewählte Darstellungsform einer Begriffswolke bedient sich einer visuellen Metapher (Lakoff 1993, S. 241), bei der die Darstellungsgrößen der Kollokate proportional zu ihren Erscheinungshäufigkeiten stehen. Je häufiger ein Kollokat im unmittelbaren Wortumfeld von "Risiken" vorgekommen ist, umso größer wird es hier dargestellt. Die räumliche Verteilung und Ausrichtung der Worte in der Grafik hingegen wurden zufallsgeneriert und haben eine rein ästhetische Bewandtnis (Viégas et al. 2009, S. 1142).

Abbildung 3: Die 55 häufigsten Kollokate von "berücksichtigt" in Berichten der Deutschen Bank.



Zuletzt wurde noch eine Reihe von Schlüsselworten identifiziert, die größtenteils keine Fachbegriffe sind aber grundsätzlich mit dem Berechnen, Erklären und Darstellen von Tabellen, Kennzahlen, Bilanzposten usw. zusammenhängen (ermittelt, Beispiel, bewertet, bezeichnet, Glossar etc.). Die steigende Verwendung von Aufstellungen und Tabellen erfordert entsprechende Erläuterungen. So haben die Deutsche Bank 1994 und die Commerzbank 2000 einen Anhang für Fachbegriffe der Finanzwelt in ihren Geschäftsberichten eingeführt. Für einen Zusammenhang zwischen dieser Gruppe von allgemeinen Ausdrücken des *Bewertens, Quantifizierens und Erklärens* sowie der Gruppe von Bilanzierungsfachbegriffen passt auch, dass sich diese Wortgruppe in ihrer Verwendungshäufigkeit parallel zur Gruppe der Bilanzierungsbegriffe entwickelt hat. Wortumfeldanalysen bestätigen diese Deutung ebenfalls. Abbildung 3 zeigt die fünfundfünfzig häufigsten Kollokate von "berücksichtigt", einem Schlüsselwort in neueren Geschäftsberichten der Deutschen Bank.

Bei einer Gegenüberstellung der Entwicklungen in beiden Banken (Abbildung 1) ist zunächst auffällig, dass sich die Kategorien "Risiko", "Finanzprodukte" und "Kennzahlen" bei beiden Banken sehr ähnlich verhalten. Die übrigen Schlüsselwortgruppen erreichen bei den Berichten der Deutschen Bank aber Häufigkeiten, die sie bei der Commerzbank in dieser Konzentration nicht erreichen. Auch fallen bei Geschäftsberichten der Commerzbank ab 2004 Begriffe zur Bilanzierung sowie zum Bewerten, Quantifizieren und Erklären wieder ab, während sie bei der Deutschen Bank weiterhin häufig verwendet werden. Zeitlich deckt sich das Auftreten aller genannten Begriffsgruppen am Anfang der 90er sowie ihr sprunghafter Anstieg gen Ende der 90er mit dem Stand der bisherigen Forschung zur Ausrichtung des Bankenwesens auf Finanzmärkte und zur Ausbreitung des Shareholder-Value-Konzepts in Deutschland (Becker 2003, S. 224). So wurde die strategische Umorientierung der Deutschen Bank auf das Investmentbanking-Geschäft und ihre Abkehr von den Verflechtungsstrukturen der Deutschland AG zuweilen auf 1997 datiert (Höpner und Jackson 2003, S. 158), wobei erste Schritte in diese Richtung, z.B. mit dem Aufkauf von angloamerikanischen Investmentfirmen, bereits vorher getätigt wurden (Beyer 2007, S. 58).

Die von den Schlüsselwortanalysen der Geschäftsberichte gefundenen Begriffe zum Themenfeld Corporate Governance passen gut zu vorherigen Studien, da die in den 1990er-Jahren zunehmend populären Managementkonzepte zur Steigerung des Shareholder Value eines Unternehmens eine Reihe von weitreichenden Änderungen traditioneller Unternehmensstrukturen propagierten. Zum einen war dies die Abkehr von der Konglomeratstruktur und der Verkauf von Beteiligungen aus den Nicht-Finanzsektoren. Konglomerate wurden in den USA ab den 1980ern mit einem nennenswerten Abschlag an den Börsen belegt (Zuckermann 1999, S. 1420).

Statt breit gestreuten Aktivitäten wurde daher seitens Beratungsfirmen die Konzentration auf das vermeintliche Kerngeschäft eines Unternehmens vertreten. Zum anderen wurden auch spezielle Organisationsformen empfohlen, die das strategische Zukaufen und Abstoßen von besser zum Geschäftsmodell passenden bzw. unprofitabler Bereichen erleichtern (Becker 2003, S. 244). Zu weiteren Forderungen zählen die Einführung von erfolgsabhängiger Entlohnung insbesondere für Führungskräfte, die Ausweitung des internen Revisions- und Berichtswesens, sowie der Ausbau von Investor-Relations-Aktivitäten (Becker 2003, S. 226; Vitols 2004, S. 370). Die diesen Themen entsprechenden Schlüsselwörter wurden in den Geschäftsberichten der beiden Banken gefunden und zur Gruppe der Corporate Governance Begriffe zusammengeführt (z. B. "aktienbasierte Vergütung", "interne Revision", "investor relations", "chief financial officer"). Ganz unabhängig davon, ob solche weitreichenden Reorganisationsmaßnahmen tatsächlich umgesetzt, bloß angekündigt, oder lediglich diskutiert und begründet abgelehnt wurden, haben sich die entsprechenden Termini offensichtlich sprunghaft Mitte der 90er in den Geschäftsberichten beider Großbanken vermehrt und bis heute einen bleibenden Eindruck hinterlassen.

Ähnlich verhält es sich mit den Begriffsgruppen der Bilanzierung und der Kennzahlen. Um für internationale Investoren durchschaubarer zu werden und um an wichtigen ausländischen Börsen wie der New York Stock Exchange gelistet werden zu können, gingen in den 90ern diverse deutsche Firmen dazu über, ihre Abschlüsse nicht nur nach dem Handelsgesetzbuch, sondern auch nach US-Amerikanischem GAAP oder nach dem International Accounting Standard (IAS) zu erstellen. Die beiden letztgenannten Standards sind bei ausländischen Investoren nicht nur bekannter als das HGB, sondern haben auch eine andere Schwerpunktsetzung. Während nach dem HGB erstellte Bilanzen in erster Linie dem Schutz von Kreditgebern dienen, da z. B. Anlagevermögen wie Immobilien eher niedrig nach Einkaufswert angesetzt werden und in einer Firma erstellte immaterielle Werte wie Lizenzen gar nicht wertmäßig angerechnet werden, sind GAAP und IAS darauf ausgelegt, größere Transparenz für Anleger zu schaffen (Hammermeister und Zimmermann 2010, S. 3).

Das parallele Bilanzieren nach HGB und nach IAS oder GAAP bzw. der vollständige Wechsel, wurde in Deutschland von mehreren Gesetzesänderungen, so etwa dem 1998 erlassenen Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG), gezielt gefördert (Deeg 2001, S. 26). Auch in Bezug auf Kennzahlen fand im Zuge des Shareholder-Value-Diskurses ein Wechsel statt. Traditionelle Kennziffern, wie etwa die Eigenkapitalrendite, beziehen sich auf vergangene, tatsächlich beobachtete Geschäftsergebnisse. Diesen Zahlen wurde vorgeworfen, erstens manipulierbar und zweitens zurück- statt vorausschauend zu sein. Beraterfirmen, wie die Bosten Consulting Group, entwickelten darum neue Kennzahlen, die stattdessen auf Zah-

lungsströme (Cash-Flow) und die Marktbewertung eines Unternehmens abstellen (Fiss und Zajac 2006, S. 515; Becker 2003, S. 226). Tatsächlich wurden bei beiden Banken sowohl traditionelle (z. B. Eigenkapitalrendite), als auch neue, mit der Shareholder-Value-Bewegung aufgekommene Kennzahlen (z. B. Cash-Flow) als charakteristisch für die Berichte der 2000er-Jahre identifiziert.

Der Anstieg in der Begriffsgruppe der Finanzprodukte erklärt sich über die zunehmende Verbreitung neuer Finanzprodukte in den 1990er-Jahren (MacKenzie und Millo 2003). Schlüsselworte zum Bewerten, Quantifizieren und Erklären stehen im unmittelbaren sprachlichen Zusammenhang mit Bilanzierungsbegriffen, folglich bleibt nur noch der Anstieg bei den Risikotermini zu klären. Hier deutet einiges auf einen Zusammenhang mit der Basel II-Regulierung bzw. der zunächst nur international tätige Banken betreffenden Vorgängervereinbarung zur Einbeziehung von Marktrisiken hin. Ein erster Entwurf dieser Vereinbarung wurde im Jahr 1996 erlassenen und die 1998 in Kraft getretene Änderung der Eigenkapitalvereinbarung zur Einbeziehung von Marktrisiken wurde bereits 1993 vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht veröffentlicht. Ziel dieser Initiative war es, die auf das traditionelle Kreditgeschäft ausgelegte Basel-I-Vereinbarung zu ergänzen, da Banken inzwischen verstärkt im Investmentbereich tätig wurden und mit neuartigen Finanzprodukten agierten (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht 1993, S. 4). Um diesen neuen Risikoquellen zu begegnen, wurden Banken dazu verpflichtet, ihr internes Risikocontrolling auf- bzw. auszubauen und ihr Berichtswesen um Marktrisiken zu ergänzen, damit externe Kräfte wie etwa Ratingfirmen und Anleger auf Auswüchse reagieren können und in die Lage versetzt werden, ihre Investitionen täglich an das aktuell gehaltene Risiko anzupassen. Knapp die Hälfte aller, für Geschäftsberichte beider Banken aus den 2000er-Jahren charakteristischen Begriffe, lassen sich daher beispielsweise auch für Basel II als Schlüsselwörter identifizieren.

#### 4. Fazit

Geschäftsberichte sind Veröffentlichungen, in denen Unternehmen ihren Anteilseignern und der interessierten Öffentlichkeit Rechenschaft über das abgelaufene Geschäftsjahr ablegen. Darüber hinaus dienen sie der Selbstdarstellung der Unternehmen. Die durchgeführten korpuslinguistischen Analysen haben gezeigt, dass sich die Finanzmarkt-Kommunikation der beiden untersuchten Großbanken Deutsche Bank und Commerzbank ab Mitte der 1990er Jahre in systematischer Weise verändert haben. Der Wandel der Kommunikation hängt damit zusammen, dass sich die Banken in dieser Zeit sukzessive von ihrer traditionellen Kreditbankorientierung gelöst haben. Dementsprechend ist auch in der Finanzmarkt-Kommunikation der Banken

zunehmend von neuen Geschäftsfeldern, neuen Finanzprodukten (z. B. Derivaten) und neuen strategischen Orientierungen (z. B. Kapitalrendite, Risikomanagement) die Rede. In den Geschäftsberichten wird vermehrt eine Spezialsprache verwendet, was darauf hindeutet, dass die beiden Banken sich in ihrer Kommunikation seit Mitte der 1990er Jahre verstärkt auf die spezielle Adressierung von Finanzmarktakteuren ausgerichtet haben. Auffällig ist auch, dass Risiken in den Geschäftsberichten nun zumeist begrifflich positiv konnotiert werden bzw. für kontrollierbar gehalten werden. Der sprachliche Wandel ist bei der Deutschen Bank insgesamt intensiver ausgefallen, was sich an den Worthäufigkeiten der neuen Keywords und der ungebrochen starken Verwendung der neu hinzugekommenen Schlüsselbegriffe auch in den neueren Geschäftsberichten ablesen lässt. Die Auswertung der Geschäftsberichte der Commerzbank deutet darauf hin, dass auch in diesem Institut eine deutliche Ausrichtung auf die Finanzmärkte stattgefunden hat. Manche Keyword-Bereiche gewinnen hier allerdings schon nach 2004 nicht mehr zusätzlich an Bedeutung.

Im Hinblick auf die Finanzialisierung der Wirtschaft (Deutschmann 2011; Froud et al. 2000; Kädtler 2010; Krippner 2011; Tomaskovic-Devey und Lin 2011) zeigen diese Befunde, dass sich im Zuge dieses umfassenden gesellschaftlichen Prozesses nicht allein das Verhältnis zwischen Realökonomie und Finanzwirtschaft nachhaltig verändert hat (Davis 2009; Krippner 2005; Scherrer 2009), sondern dass sich auch die Finanzinstitute durch strategische Änderungen zunächst selbst gewandelt haben und dies im "organisationalen Feld" (DiMaggio und Powell 1983) der Finanzwirtschaft auch Institute betraf, die von sich aus – wie die Commerzbank – eher zurückhaltend in der offenen Annoncierung ihres Strategiewechsels waren.

Für die zukünftige Forschung dürfte besonders interessant sein, ob sich die sprachlichen Änderungen, wie sie sich in den Geschäftsberichten der Deutschen Bank und Commerzbank zeigen, auch in Regional- oder Genossenschaftsbanken nachweisen lassen. Sozialwissenschaftlich aussichtsreich dürfte auch die Erforschung der Herkunft von Begriffen (z. B. Managementliteratur, Basel-II-Regulierung etc.) und ihrer Diffusion sein. Die Anwendung linguistischer Methoden auf sozialwissenschaftliche Fragestellungen steht bislang noch immer am Anfang. Die Analyse hat gezeigt, dass sich mit der Verwendung dieser Methoden das Wissen über gesellschaftliche Entwicklungen bestätigen und darüber hinaus sinnvoll vertiefen lässt.

#### Literatur

- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. 1993. Aufsichtliche Behandlung von Marktrisiken. Basel, April 1993. http://www.bis.org/publ/bcbs11ade.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Bachmann-Medick, D. 2009. Cultural Turns, 3. Aufl. Reinbek: Rowohlt.
- Becker, S. 2003. Der Einfluss des Kapitalmarkts und seine Grenzen: Die Chemie- und Pharmaindustrie. In *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, hrsg. W. Streeck, und M. Höpner, 222-248. Frankfurt: Campus.
- Beyer, J. 2003. Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus. In *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, hrsg. W. Streeck, und M. Höpner, 118-146. Frankfurt: Campus.
- Beyer, J 2007. Primat der Finanzmarktorientierung. Zur Logik der Auflösung der Deutschland AG. Berliner Debatte Initial 18 (4-5): 56-64.
- Boltanski, L. und L. Thévenot. 2007. Über die Rechtfertigung. Eine Soziologie der kritischen Urteilskraft. Hamburg: HIS-Verlag.
- Bourdieu, P. 2003. Distinction: A Social Critique of the Judgement of Taste. New York: Routledge.
- Commerzbank. 2012. Homepage, Rubrik: 'Über uns', https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/konzern/ueber\_uns.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Davis, G. F. 2009. Managed by the Markets. How Finance Re-Shaped America. Oxford: Oxford University Press.
- Deeg, R. 2001. Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: The Case of German Finance. *Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung* MPIfG Discussion Paper 01/06.
- Deeg, R. 2011. The Differential Impact of Financialisation in Germany and the UK. In *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*, hrsg. C. Lane, und G. T. Wood, 121-149. New York: Routledge.
- Deutschmann, C. 2008. Die Finanzmärkte und die Mittelschichten: Der kollektive Buddenbrooks-Effekt. Leviathan 36 (4): 501-517.
- Deutschmann, C. 2011. Limits to Financialization. Sociological Analyses of the Financial Crisis. *European Journal of Sociology* 52 (3): 347-389.
- Diaz-Bone, R. 2009. Konventionen, Organisation und Institution. Der institutionentheoretische Beitrag der "Économie des conventions". *Historical Research/Historische Sozialforschung* 24 (2): 235-264.
- DiMaggio, P. J., und W. W. Powell. 1983. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. American Sociological Review 48 (2): 147-160.
- Dörre, K. 2012. Krise des Shareholder Value? Kapitalmarktorientierte Steuerung als Wettkampfsystem. In Entfesselte Finanzmärkte. Soziologische Analysen des modernen Kapitalismus, hrsg. K. Kraemer, und S. Nessel, 121-143. Frankfurt: Campus.
- Fairclough, N. 2003. Analysing Discourse Textual Analysis for Social Research. London: Routledge.
- Fruchtmann, J. 2008. Die Entwicklung des russischen Diskurses über "Corporate Governance" und die "soziale Verantwortung der Unternehmer". In Corporate Governance in post-sozialistischen Volkswirtschaften, hrsg. H. Pleines, 155-170. Stuttgart: Ibidem-Verlag.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal, und K. Williams. 2000. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. *Economy and Society* 29 (1): 80-110.
- Goyer, M. 2006. Varieties of Institutional Investors and National Models of Capitalism: The Transformation of Corporate Governance in France and Germany. *Politics & Society* 34 (3): 399-430.
- Hammermeister, J. H., und J. Zimmermann. 2010. Financial Reporting Demands in a Globalised World: The Harmonisation of Accounting Rules. *TranState* Working Papers 125: 1-26.
- Höpner, M., und G. Jackson. 2003. Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann. In *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, hrsg. W. Streeck, und M. Höpner, 147-168. Frankfurt: Campus.
- Höpner, M., und L. Krempel. 2004. The Politics of the German Company Network. *Competition and Change* 8 (4): 339-356.
- Kädtler, J. 2009. Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus. SOFI Arbeitspapier 2009-5.
- Krippner, G. R. 2005. The Financialization of the American Economy. Socio-Economic Review 3 (2): 173-208.

- Krippner, G. R. 2011. Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge: Harvard University Press.
- Kutter, A. 2011. Selectivities of Crisis Management and Lesson-Drawing Discourse. The Example of the German Financial Press 2006-2010, 6th Conference in Interpretative Policy Analysis,23-25 Juni 2011, Cardiff. http://www.ipa-2011.cardiff.ac.uk/wp-content/uploads/file\_uploads/21/21-Kutter.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Kutter, A., und C. Kanther. 2012. Corpus-Based Content Analysis: A Method for Investigation News Coverage on War and Intervention. *International Relations Online* Working Paper 2012/01, Februar 2012. http://www.uni-stuttgart.de/soz/ib/forschung/IRWorkingPapers/IROWP\_Series\_2012\_1\_Kutter\_Kantner\_Corpus-Based\_Content\_Analysis.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Laclau, E., und C. Mouffe. 2001. Hegemony and Socialist Strategy. Towards a Radical Democratic Politics, 2. Aufl. London: Verso.
- Lakoff, G. 1993. The Contemporary Theory of Metaphor. In Metaphor and Thought, hrsg. A. Ortony, 202-251. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lamberti, H.-J. 2006. Sourcingentscheidungen entlang der Wertschöpfungsprozesse der Deutschen Bank. Wertorientiertes Management 2006 (3C): 301-315.
- Lütz, S. 2002. Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Frankfurt: Campus.
- Lütz, S. 2005. The Finance Sector in Transition: A Motor for Economic Reform? German Politics 14 (2): 140-156.
  MacKenzie, D., und Y. Millo. 2003. Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange. American Journal of Sociology 109 (1): 107-145.
- Meyer, R., und M. Höllerer. 2010. Meaning Structure in a Contested Issue Field: A Topographic Map of Shareholder Value in Austria. *Academy of Management Journal* 53 (6): 1241-1262.
- Panizza, F. 2012. 'Away with them all' 'We are fantastic' Financial Crisis, Critical Junctures and Crisis Narratives: The Politics of Financial Crises in Argentina and Uruguay 2001-2003. APSA 2012 Annual Meeting Paper. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=2108834.. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Preda, A. 2002. Financial Knowledge, Documents, and the Structures of Financial Activities. *Journal of Contemporary Ethnography* 31 (2): 207-239.
- Scherrer, C. 2009. Das Finanzkapital verteidigt seinen Platz in der weltwirtschaftlichen Ordnung. Zeitschrift für Internationale Beziehungen 16 (2): 339-353.
- Scott, M. 1997. The Right Word in the Right Place: Key Word Associates in two Languages. Arbeiten aus Anglistik und Amerikanistik 22 (2): 235-248.
- Stefanowitsch, A., und S. T. Gries. 2003. Collostructions: Investigating the Interaction of Words and Constructions. *International Journal of Corpus Linguistics* 8 (2): 209-243.
- Streeck, W. 1997. German Capitalism: Does it Exist? Can it Survive? New Political Economy 2 (2): 237-256.
  Streeck, W., und M. Höpner. 2003. Alle Macht dem Markt? In Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, hrsg. W. Streeck, und M. Höpner, 11-59. Frankfurt: Campus.
- Tomaskovic-Devey, D., und K.-H. Lin. 2011. Income Dynamics, Economic Rents, and the Financialization of the U.S. Economy. *American Sociological Review* 76 (4): 538-559.
- Viégas, F. B., M. Wattenberg, und J. Feinberg. 2009. Participatory Visualization with Wordle. *IEEE TVCG* (InfoVis '09) 15 (6): 1137-1144.
- Vitols, S. 2004. Negotiated Shareholder Value: The German Variant of an Anglo-American Practice. Competition & Change 8 (4): 357-374.
- Wengeler, M., und A. Ziem. 2010. Wirtschaftskrisen' im Wandel der Zeit. Eine diskurslinguistische Pilotstudie zum Wandel von Argumentationsmustern und Metapherngebrauch. In *Diskursiver Wandel*, hrsg. A. Landwehr, 33-52. Wiesbaden: VS Verlag.
- Windolf, P. 2005. Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In Finanzmarktkapitalismus. Sonderheft 45 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, hrsg. P. Windolf, 20-57. Wiesbaden: VS Verlag.
- Windolf, P. 2008. Eigentümer ohne Risiko. Die Dienstklasse des Finanzmarkt-Kapitalismus. Zeitschrift für Soziologie 37 (6): 516-535.
- Zuckermann, E. 1999. The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount. *American Journal of Sociology* 104 (5): 1398-1438.

# Öffentliche Banken im Sog der Finanzialisierung

Christoph Scherrer

## 1. Einleitung

Traditionell sind öffentliche Banken damit beauftragt, den Sparsinn und die Vermögensbildung der Bevölkerung, den Mittelstand und strukturschwache Regionen zu fördern. Der Eigenhandel oder der Vertrieb von Derivaten und anderen riskanten Wertpapieren, die gemeinhin unter den Begriff Finanzialisierung fallen, gehören dem gesunden Menschenverstand nach nicht zum öffentlichen Auftrag dieser Banken. Doch es war gerade eine quasi-öffentliche Bank, die IKB Deutsche Industriebank AG, die im Juli 2007 als erstes Kreditinstitut in Europa von den Turbulenzen auf dem US-amerikanischen Immobilienkreditmarkt erfasst wurde. Hauptaktionär der IKB mit 38 Prozent war seit 2001 die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), eine Anstalt des öffentlichen Rechts. Den existenzbedrohenden Verlusten der IKB folgten bald noch höhere Verluste bei den meisten öffentlichen Landesbanken. Besonders drastisch fielen die Verluste bei der Sachsen LB aus, die riskante Wertpapiere über außerbilanzielle Zweckgesellschaften in Höhe von mehr als 1100 Prozent ihres Eigenkapitals erwarb (zum Vergleich: 114 Prozent bei der Deutschen Bank; Hüfner 2010, S. 5).

Wie konnte es dazu kommen, dass öffentliche Banken sich dermaßen stark jenseits ihres öffentlichen Auftrags auf den Märkten für riskante Wertpapiere engagierten? Für die einflussreiche Prinzipal-Agenten-Theorie liegt die Erklärung auf der Hand. Dem öffentlichen Eigentum fehlt eine klare Verantwortungsstruktur, die dessen Missbrauch durch Manager oder Politiker begünstigt (Shleifer und Vishny 1998). Die Einsichten dieser Theorie sind nicht generell von der Hand zu weisen, doch die Reduktion komplexer Akteurskonstellationen auf ein einfaches Prinzipal-Agenten-Verhältnis, überzeugt theoretisch nur bedingt. Im konkreten Fall wirft die empirische Feststellung von einigen Ausnahmen unter den Landesbanken (insbesondere die hessische Landesbank, Helaba) und vor allem das zurückhaltende Engagement der Sparkassen auf dem Feld riskanter Wertpapiere, die Frage auf, wieso nicht insgesamt der öffentliche Bankensektor in Deutschland seine ursprünglichen Aufgaben aus den Augen verloren hat. Hier verspricht der soziologische Neoinstitutionalismus

148 Christoph Scherrer

mit seinem Blick auf Legitimationsbeschaffung zusätzliche, überzeugende Erklärungen liefern zu können. Während die Sparkassen durch ihren regionalen Fokus unter geringerem Rechtfertigungsdruck für ihre gemeinwohlorientierte Geschäftstätigkeit stehen, ist der öffentliche Auftrag der Landesbanken jenseits einer überschaubaren strukturpolitischen Aufgabe wesentlich unklarer definiert. Entsprechend stärker orientieren sich ihre Leitungsgremien am Verhalten des privaten Banksektors.

Der Beitrag beginnt mit einer knappen Darstellung des Ausmaßes der Finanzialisierung im öffentlich-rechtlichen Finanzwesen Deutschlands. Dabei wird zwischen den Sparkassen und Landesbanken differenziert. Im nächsten Schritt wird die Standarderklärung für das Fehlverhalten der Landesbanken, nämlich der Entzug der staatlichen Gewährträgerhaftung, kritisch beleuchtet. Es folgt eine knappe Auseinandersetzung mit Erklärungen aus dem Spektrum der Prinzipal-Agent-Theorie. Der Beitrag schließt mit einer ausführlicheren Betrachtung des Verhaltens der Landesbanken aus Sicht des soziologischen Neoinstitutionalismus.

# 2. Das Ausmaß der Finanzialisierung im deutschen öffentlichen Bankenwesen

Das deutsche Bankenwesen zeichnet sich im internationalen Vergleich durch einen hohen Anteil an gemeinwohlorientierten Finanzinstitutionen aus. Neben den Genossenschaftsbanken, die einen Marktanteil von ca. 11 Prozent halten, gehören zu diesen insbesondere die kommunalverfassten Sparkassen (13 Prozent), die Landesbanken (20 Prozent) und einige Spezialbanken (wie Landesbausparkassen) unter denen die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) als mittlerweile drittgrößte deutsche Bank (nach Deutsche Bank und Commerzbank) hervorragt (Hüfner 2010, S. 10).

Angesichts ihres Marktanteils interessieren hier die Sparkassen und die Landesbanken. Die Sparkassen sind Anstalten des öffentlichen Rechts, deren Träger kommunale Gebietskörperschaften sind. Ihr öffentlicher Auftrag besteht im Wesentlichen in der Bereitstellung einer flächendeckenden Versorgung mit Finanzdienstleistungen für alle Bevölkerungsschichten. Sie sichern somit insbesondere in strukturschwachen Gebieten den Zugang zu Krediten. Ihr Tätigkeitsfeld ist nur regional beschränkt, sprich sie können innerhalb eines spezifischen Gebietes alle üblichen Bankgeschäfte betreiben. Im Verbund sind sie über ihre Spitzeninstitute jedoch auch überregional aktiv. So verwaltet die zur Sparkassen-Finanzgruppe gehörende DekaBank das in Deutschland drittgrößte Portfolio an Investmentzertifikaten und viele regionale Sparkassenverbände sind an den Landesbanken beteiligt (Schrooten 2009b, S. 25), am stärksten bei der Helaba, nämlich zu 88 Prozent, und bei der Landesbank Berlin, die vollständig im Besitz der Sparkassen-Finanzgruppe ist.

Die Landesbanken sind deshalb zugleich die zentralen Institute der Sparkassen in den von ihnen jeweilig betreuten Gebieten. Als solche dienen sie als zentrale Verrechnungsstellen für den bargeldlosen Verkehr und verwalten die Liquiditätsreserven der angeschlossenen Sparkassen. Darüber hinaus besteht ihr öffentlicher Auftrag in der Förderung der Wirtschaft des jeweiligen Landes. In der Regel sind sie ebenfalls Anstalten des öffentlichen Rechts (Noack 2009).

Inwiefern haben sich nun diese öffentlichen Finanzinstitute an der Finanzialisierung beteiligt? Da in diesem Beitrag nur eine Untergruppe des Finanzsektors betrachtet wird, soll hier der Indikator "Handel mit Wertpapieren, vor allem mit Derivaten" für eine Operationalisierung des Konzepts Finanzialisierung verwendet werden. Zudem sollen noch die Vorstandsbezüge in den Blick genommen werden.

## 3. Finanzialisierung: Die Sparkassen

Die einzelne Sparkasse finanziert sich im Wesentlichen über Spareinlagen und vergibt Kredite an die lokale Wirtschaft und Bevölkerung. Allerdings vertreibt sie auch Investmentzertifikate, die vornehmlich von der zur Sparkassen-Finanzgruppe gehörenden DekaBank emittiert werden und legt ihre Liquiditätsreserven bei ihrer Landesbank (oder auch bei privaten Banken) an, wo sie potenziell anderen Zwecken als der regionalen Wirtschaftsförderung dienen können. Darüber hinaus hat eine Studie zum Management kommunaler Haushalte festgestellt, dass einzelne Sparkassen ihre Kommunen beim aktiven Schuldenmanagement beraten haben, sprich bei der Umstellung von langfristigen Krediten auf den Einsatz von vielfältigen Finanzinstrumenten, die deutlich kürzere Laufzeiten, variable Zinssätze und die Kombination mit Derivaten (vor allem Zinsswaps) aufweisen (Richter 2012).

Im Verhältnis zu den Finanzmarktaktivitäten der Landesbanken bleiben die Sparkassen jedoch insgesamt dem traditionellen, Risiken minimierenden Verhalten verhaftet. Das traditionelle Einlagengeschäft mit Nichtbanken steht bei den Sparkassen weiterhin im Vordergrund mit 70 Prozent an den Gesamtverbindlichkeiten. Ihr zentrales Risiko liegt weiterhin im Kreditgeschäft (Semenyshyn 2011).

Allgemein herrscht in Deutschland im Verhältnis zu vergleichbaren Ländern eine besonders hohe Wettbewerbsintensität, die wünschenswerte Effekte von Konkurrenz zeitigt: Zwang zu Produktivitätsfortschritten und niedrigen Margen zu Gunsten der Kunden (Pieper 2006). Die höchsten Margen erzielen die Volks- und Raiffeisen-Banken im Geschäft mit Privatkunden und der mittelständischen Wirtschaft, die Sparkassen folgen dicht auf. Schlusslicht bilden die Landesbanken, die im margenarmen Interbankengeschäft tätig sind (und zwar deutlich schlechter als die genossenschaftlichen Girozentralen). Die margenstarken Geschäftsbereiche sind allerdings auch kos-

150 Christoph Scherrer

tenintensiv, doch den Sparkassen gelang es vor allem dank größerer Institutsgröße besser als den Volks-und Raiffeisen-Banken, Kostensteigerungen zu begrenzen, so dass sie eine gute Kosten-Ertrags-Relation vorweisen können (Pieper 2006, S. 457f.; Zimmer et al. 2011, S. 52ff.). Die Eigenkapitalrentabilität vor Steuern der Sparkassen lag im Mittel der Jahre 1994 bis 2002 deutlich über dem Wert der privaten als auch der Landesbanken und war auch weniger Schwankungen unterworfen. Letztere wiesen die geringste Eigenkapitalrentabilität auf (Engerer und Schrooten 2004, S. 41). Die Sparkassen führen in der Regel einen Teil ihres Gewinns den Rücklagen zu und schütten den anderen Teil an die kommunalen Träger der Sparkassen aus oder (abhängig von der jeweiligen Satzung) stellen ihn direkt für gemeinnützige Zwecke bzw. ihren gemeinnützigen Stiftungen zur Verfügung (Lepper 2003).

Die Höhe der Vergütung für Vorstandsmitglieder von Sparkassen bleibt zwar deutlich unter dem Niveau der privaten Großbanken, doch der Vorstandsvorsitzende der Frankfurter Sparkasse erhielt beispielsweise etwa 650.000 Euro im Jahr 2010 (Köhler 2011).

Die Sparkassen haben die Finanzkrise gut überstanden und im Gegensatz zu den privaten Banken und den Landesbanken durch Ausweitung ihres Kreditportfolios kontrazyklisch gewirkt (Semenyshyn 2011). Gleichwohl haben sich die Sparkassen dem Trend zur Finanzialisierung nicht entzogen. Erstens haben sie auch Zertifikate vertrieben, zweitens sich über ihre Kontrolle der DekaBank an der Erstellung von Investmentzertifikaten beteiligt, und drittens halten sie über ihre Verbände Anteile an den Landesbanken. Dort wo sie sehr direkt Einfluss genommen haben, z. B. bei der Helaba, setzten sie allerdings risikominimierende Strategien durch (Semenyshyn 2011).

## 4. Finanzialisierung: Die Landesbanken

Die Landesbanken weisen deutlich mehr Merkmale der Finanzialisierung auf. So fiel vor der Krise die so genannte Finanzierungslücke¹ bei ihnen deutlich höher aus als bei anderen Bankengruppen. Mit anderen Worten, sie haben sich auf der Passivseite der Bilanz stärker auf Kapitalmarktfinanzierungen verlassen (Deutsche Bundesbank 2009, S. 42). Zudem engagierten sie sich auf der Aktiva-Seite wesentlich stärker im Handel mit Wertpapieren und im Interbankengeschäft als die Sparkassen. Während Kredite an Nichtbanken seit etlichen Jahren einen Anteil von 60 Prozent der Bilanzsumme der Sparkassen ausmachen, lag der Vergleichswert bei den Landesbanken bei 36 Prozent im Jahre 2008 (Noack 2009, S. 6ff.).

<sup>1</sup> Verhältnis von Krediten an Nichtbanken zu Einlagen von Nichtbanken.

Die WestLB war Vorreiter beim Einstieg in das internationale Investmentbanking. Im Jahr 1996 kaufte sie die Londoner Investmentbank Panmure Gordon & Co. Diese Tochtergesellschaft beriet Unternehmen nicht nur bei Börsengängen, sondern beteiligte sich im großen Stil an Unternehmen und vergab zusätzlich umfangreiche Kredite. Eine Sonderuntersuchung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ergab, dass auf klassische Methoden der Kreditprüfung verzichtet und somit gegen das Kreditwesengesetz verstoßen wurde. Die Verluste summierten sich auf ca. 2 Milliarden Euro, so dass die Tochtergesellschaft 2004 verkauft werden musste (BloombergBusinessweek 2004).

Die WestLB verließ jedoch nicht das Investmentbanking. Im Jahr 2006 hielt sie 41,7 Prozent ihrer Wertpapiere für Handelszwecke. Wertpapiere hatten einen Anteil von 32,5 Prozent an den Aktiva der Bank im Jahr 2007. Das Handelsvolumen an Derivaten betrug das Neunfache der Aktiva im Jahr 2007. Bei der Helaba betrug es das 3,4-fache, bei der Deutschen Bank allerdings das 24,5-fache, der Extremwert unter deutschen Banken. Ein weiteres Beispiel für die Verstrickung in der Finanzialisierung ist der Umstand, dass 2007 die Bayerische Landesbank 93,7 Prozent ihres Handels mit Derivaten nicht für die Absicherung eigener Risiken, sondern allein für den Handel betrieben hat (Hardie und Howarth 2009, S. 1024).

Gleichfalls fortgeschritten war der Grad der Internationalisierung und zwar stärker als bei den privaten Großbanken. 71,3 Prozent der Aktiva waren bei der West-LB im Jahr 2007 Forderungen gegenüber dem Ausland, bei der Helaba waren es 52,2 Prozent, bei der Deutschen Bank 44,7 Prozent (Hardie und Howarth 2009, S. 1027). Für die Sachsen LB liegt ein gut recherchierter Bericht über ihr fehlgegangenes internationales Engagement vor (Kirchfeld und Simons 2008).

Die im Handel und Kauf von internationalen Wertpapieren eingegangenen Risiken führten beim Ausbruch der Finanzkrise zu erheblichen Verlusten bei den Landesbanken, wobei einige ihre eigenständige Existenz verloren. Zu diesen gehörte die WestLB. Im April 2007 verzeichnete sie Verluste von bis zu 600 Millionen Euro im Eigenhandel mit Aktien. Noch vor der Lehman Brothers Pleite im September 2008 musste die WestLB risikobehaftete Wertpapiere in Höhe von 23 Milliarden Euro aus ihrer Bilanz in eine neu gegründete Zweckgesellschaft ausgliedern, die durch Garantien des Landes Nordrhein-Westfalens und der Sparkassenverbände in Höhe von 5 Milliarden Euro abgesichert wurde. Ende 2009 wurden nochmal 77 Milliarden Euro in eine so genannte Bad Bank mit dem Namen "Erste Abwicklungsanstalt" zum Buchwert übertragen. Im Jahr darauf bezeichnete der EU Wettbewerbskommissar Joaquin Almunia diese Übertragung aufgrund zu hoch bewerteter Vermögenswerte als unerlaubte Beihilfe. Er forderte einschneidende Sanierungsmaßnahmen, den Verkauf der Bank und die Halbierung der Bilanzsumme. Angesichts des

152 Christoph Scherrer

Fehlens eines tragfähigen Geschäftsmodells fand sich kein Käufer und am 30. Juni 2012 wurde die WestLB aufgelöst. Die Kernfunktion der Landesbank, der Service für die Sparkassen, wurde an die Frankfurter Helaba übertragen. Rechtsnachfolgergesellschaften kümmern sich um die Abwicklung der noch bestehenden Vermögenswerte und Verbindlichkeiten (Andresen 2012).

Zu den anderen öffentlichen Banken, die mit der Krise untergingen, gehören die IKB Bank, die bereits im ersten Jahr der Krise (Juni 2007 bis September 2008) über 800 Prozent ihres Eigenkapitals abschreiben musste (2008 an Lone Star verkauft) und die Landesbank Sachsen (2007 von der Landesbank Baden-Württemberg übernommen) mit 115 Prozent (IWF 2009, S.13). Ohne Staatshilfe überlebten von den neun Landesbanken vor der Krise nur die Landesbank Berlin, die Helaba und die Nord LB.

Zur Vergütung der Vorstandsmitglieder finden sich in den Geschäftsberichten der Landesbanken nur summarische Angaben. Beispielsweise erhielt der siebenköpfige Vorstand der Helaba 5 Millionen Euro im Jahr 2011 (Helaba Geschäftsbericht 2011, S. 91). Somit ist zu vermuten, dass der Vorstzende des Vorstands etwas über eine Millionen Euro bezog. Zum Vergleich, der Vorstandsvorsitzende der Fraport AG (Betreibergesellschaft des Frankfurter Flughafens) erhielt 1,3 Millionen Euro, der damalige Deutsche-Bank-Chef Josef Ackermann verdiente 8,8 Millionen (Köhler 2011).

#### 5. Verlust des Geschäftsmodells

Als unmittelbare Ursache des zur Krise führenden Verhaltens der Landesbanken wird in der Literatur häufig der Verlust ihres auf staatliche Garantien beruhenden Geschäftsmodells gesehen (Hüfner 2010; Noack 2009; Schrooten 2009a). Bis 2001 waren die Landesbanken durch die "Gewährsträgerhaftung" ihrer jeweiligen Gebietskörperschaft vor Insolvenz geschützt. Zusätzlich garantierten die Gewährsträger das Fortbestehen der Landesbank als Organisation ("Anstaltslast"; Engerer und Schrooten 2005).

In dem Maße wie die Landesbanken ihre Geschäftstätigkeit ausweiteten, sahen sich die privaten Banken zunehmend durch die staatliche Gewährsträgerhaftung im Nachteil. Diese Gewährsträgerhaftung verschaffte den Landesbanken eine hohe Bonität. Diese bedeutete gerade im internationalen Geschäft niedrigere Refinanzierungskosten, denn dort gewannen die Klassifizierungen der Ratingagenturen bereits früh an Gewicht. Doch lange verfügten die deutschen Privatbanken über keine rechtlichen Mittel, den Landesbanken, und insbesondere der WestLB, Einhalt zu gebieten. Erst durch die Schaffung eines gemeinsamen europäischen Marktes mit seinen Regeln gegen öffentliche Beihilfe erhielten die privaten Banken die Möglich-

keit, mit rechtlichen Mitteln gegen die Landesbanken vorzugehen. Die europäische Bankenvereinigung reichte Ende der 1990er-Jahre bei der EU-Kommission eine Beschwerde gegen die staatliche Gewährsträgerhaftung ein. Die EU-Kommission teilte die Auffassung der privaten Banken, dass es sich bei der Gewährsträgerhaftung für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute um eine mit dem europäischen Wettbewerbsrecht nicht zu vereinbarende staatliche Beihilfe handele. Der 2001 vereinbarte außergerichtliche Kompromiss beinhaltete die Abschaffung der Gewährsträgerhaftung bis 2005. Bis zum 18. Juli 2005 konnten die Landesbanken Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit bis zum 31. September 2015 unter den umfassenden staatlichen Haftungsregelungen eingehen. Bereits vor dem Jahr 2000 mussten die Landesbanken ihr traditionelles Fördergeschäft auslagern (Schrooten 2009c, S. 392f.).

Bis zum Ende der Gewährsträgerhaftung im Jahr 2005 nutzen die Landesbanken ihr gutes Rating und verschulden sich zu günstigen Konditionen in einem hohen Maße. Sie weiteten insbesondere das Kreditersatzgeschäft aus und erhöhten das Ausmaß der Fristentransformation, sprich mittel- und langfristige Anlagen wurden vermehrt kurzfristig refinanziert (Zimmer et al. 2011, S. 56). Mit anderen Worten, sie steckten das auf den Finanzmärkten günstig aufgenommene Geld "bis hinein in die letzten, riskanteren Winkel des Kapitalmarkts" (Köhler et al. 2009). Eine umfangreiche ökonometrische Studie kam zu dem Ergebnis, dass das Risikoverhalten der Landesbanken vor 2001 sich nicht wesentlich von dem der privaten Großbanken unterschied, danach jedoch die Landesbanken deutlich höhere Risiken eingingen und geringere Zinsen auf ihre Ausleihungen verlangten (Fischer et al. 2011; siehe auch obige Ausführungen).

Das Geschäftsmodell der Landesbanken wurde allerdings nicht nur durch den Entzug der staatlichen Garantien gefährdet. Zum einen hatten die Landesbanken durch die elektronische Datenverarbeitung ihre Aufgabe als Girozentrale bereits in den 1970er-Jahren verloren. 1976 setzten zudem die Sparkassen durch, dass sie ihre Liquiditätsreserven (überschüssiges Geld) nicht mehr bei den Landesbanken zu deponieren hatten. Dadurch verloren die Landesbanken eine sichere Basis auf der Passivseite ihrer Bilanzen. Die Refinanzierungskosten stiegen. Zum anderen drängten die ständig größer werdenden Sparkassen in der Arbeitsteilung mit den Landesbanken auf mehr Betätigungsfelder. Der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Westdeutschen Landesbank Girozentrale (WestLB), Ludwig Poullain, sah deshalb die Notwendigkeit "zum Ausgleich hierfür für meine Bank neue, andere Betätigungszweige auf [zu] tun" (Poullain 2007). Die Sparkassen bremsten ferner Versuche, Landesbanken das Privatkundengeschäft zu erlauben, da sie ihre Unabhängigkeit gefährdet sahen (Die Zeit 1969).

154 Christoph Scherrer

Da das Betätigungsfeld der Girozentralen im Verhältnis zu den Sparkassen kleiner wurde, traten sie untereinander schärfer in Konkurrenz um das gewerbliche Kreditgeschäft, wobei sie als Neuankömmlinge "zudem oft die – schlechteren – Risiken übernehmen, die ihre Konkurrenten übrig gelassen haben" (Hertl 1981). Einige Landesbanken drangen deshalb in Geschäftsbereiche ein, wie den Erwerb von Industriebeteiligungen und das Auslandsgeschäft, die sie vorher vermieden hatten. Dies wiederholte sich vor der Finanzkrise, als die Landesbanken wiederum erst zu einer Zeit neue Geschäftsfelder erschlossen, als diese bereits von anderen Instituten besetzt worden waren (Zimmer et al. 2011, S.111).

So einleuchtend der Hinweis auf die veränderten Geschäftsgrundlagen der Landesbanken auch ist, so stellt sich doch die Frage, ob es nicht Alternativen gab. Warum mussten die Landesbanken neue Geschäftsfelder erschließen und dabei höhere Risiken eingehen? Hätten sie sich nicht auch bescheidener geben können oder zumindest wie Helaba oder Landesbank Berlin deutlich vorsichtiger agieren können? Dies wirft die Frage nach Erwartungen der Eigentümer an ihre Landesbanken als auch die Frage nach dem Selbstverständnis der Leitung der Landesbanken auf.

## 6. Versagen der staatlichen Aufsicht

Für die Anhänger der Prinzipal-Agent-Theorie ist das Fehlverhalten der Landesbanken nicht überraschend. Unter der Annahme nutzenmaximierender Individuen gehen sie nicht davon aus, dass die von den Eigentümern bestellten Geschäftsführer tatsächlich auch im Sinne der Eigentümer handeln. Dies trifft besonders dann zu, wenn Informationen über die jeweils betreffende Geschäftstätigkeit nicht beiden Seiten gleichermaßen vorliegen und sie sich auch in ihrer Risikopräferenz unterscheiden (Jensen und Meckling 1976). Diese Informationsasymmetrie trifft insbesondere auf Bankgeschäfte zu. Im Falle staatlichen Eigentums kommt noch eine zweite Prinzipal-Agent-Beziehung hinzu, nämlich die zwischen der Bevölkerung und den gewählten Politikern. Politiker könnten der Versuchung unterliegen, ihren Einfluss über die Bankgeschäfte zur Machtvermehrung ihrer Person oder Partei anstatt für das Allgemeininteresse zu nutzen. Deshalb besteht weitgehender Konsens unter den Anhängern dieser Theorie, dass Staatsunternehmen weniger effizient arbeiten und auch ihren ursprünglichen Auftrag nicht erfüllen (La Porta et al. 2002; Döring 2003; Apreda 2006).

Angesichts der hohen Verluste der Landesbanken können diese staatsskeptischen Einsichten nicht ohne weiteres von der Hand gewiesen werden. Landesregierungen begannen sich für die Landesbanken zu interessieren, als deren "neue geschäftspolitische Ausrichtung Erfolge zeigte" (Poullain 2007). Im letzten Jahrzehnt,

einem Jahrzehnt knapper öffentlicher Kassen, setzten sie den Landesbanken hohe Renditeziele, im Falle von Sachsen sogar 15 Prozent auf das Eigenkapital (Schrooten 2009c, S. 393). Auch die Miteigentümer der Landesbanken, die Sparkassenverbünde, erwarteten gute Renditen. Beispielsweise forderte ein Strukturgutachten der Sparkassenorganisation von 1987 ein stärkeres Engagement der Landesbanken im Auslands- und Wertpapiergeschäft, die als besonders zukunfts- und gewinnträchtig bezeichnet wurden (Blohm 1988). Der Fall der Helaba zeigt jedoch, dass ein größerer Einfluss der Sparkassen auf die Geschäftstätigkeit einer Landesbank zu vorsichtigem Verhalten führte (Semenyshyn 2011).

Die Verluste der Landesbanken relativieren sich angesichts der staatlichen Rettungsmaßnahmen für zwei große deutsche Privatbanken, der Commerzbank und der Hypo Real Estate Holding (HRE). Selbst die Deutsche Bank erhielt vom amerikanischen Steuerzahler 8,5 Milliarden US-Dollar Unterstützung durch die Übernahme der Verpflichtungen der Versicherungsgesellschaft AIG aus dem Handel mit Credit Default Swaps (SIGTARP 2009, S. 20). Und wie bereits erwähnt, kamen die ebenfalls öffentlich-rechtlichen Sparkassen gut durch die Krise.

Die Landesregierungen sahen in den Landesbanken zudem ein Instrument der Industriepolitik. Insbesondere das sozialdemokratisch geführte Nordrhein-Westfalen versuchte mittels der WestLB den Strukturwandel im Ruhrgebiet zu forcieren. Unter ihrem langjährigen Vorsitzenden der WestLB, Friedel Neuber (1981 bis 2001), erwarb die WestLB erhebliche Industriebeteiligungen aus strukturpolitischen Gründen (Blohm 1988). Dieses Engagement fällt jedoch unter den öffentlichen Auftrag, auch wenn es nicht immer den gewünschten Erfolg zeigte.

Insgesamt bedarf die Prinzipal-Agent-Theorie bereits aus Gründen der Empirie einer Differenzierung. Eine Verfeinerung des Ansatzes findet sich in einer Studie zur Qualität der Aufsichtsratsmitglieder deutscher Finanzinstitute. Die Autoren werteten die Lebensläufe von 426 Aufsichtsratsmitgliedern in den 29 größten deutschen Banken aus und fanden eine schwache Finanzmarkt- und Bankerfahrung vor allem bei Aufsichtsräten in öffentlich-rechtlichen Banken. Die jeweilige Erfahrung der Aufsichtsräte wurde mit den in der Finanzkrise eingetretenen Verlusten korreliert, wobei ein enger Zusammenhang zwischen mangelnder Erfahrung und hohen Verlusten sichtbar wurde (Hau und Thum 2009). Diese Studie ist allerdings zu einem Zeitpunkt entstanden, als das gesamte Ausmaß der Krise bei der privaten Hypo Real Estate Holding (HRE) und der Commerzbank noch nicht abzusehen war. Gerade dem Aufsichtsrat der HRE hatte die Studie eine hohe Kompetenz in Finanzfragen bescheinigt.

Die Prinzipal-Agent-Theorie ist allerdings nicht die einzige Theorie, die eine Diskrepanz zwischen ursprünglichem Auftrag und tatsächlichem Verhalten zu er156 Christoph Scherrer

klären vermag. Weitere Einsichten sind vom soziologischen Neoinstitutionalismus zu erwarten.

### 7. Mission Creep: Das geänderte Verständnis vom öffentlichen Auftrag

Für die Theorie des Neoinstitutionalismus stehen Legitimationserfordernisse im Vordergrund der Erklärung für individuelles und kollektives Verhalten. Insbesondere unter den Bedingungen von Unsicherheit und Wettbewerb käme es dazu, dass sich Akteure stark in ihrem Verhalten an anderen orientieren. DiMaggio und Powell haben hierfür den Begriff "Isomorphie" gewählt wird und drei Übertragungswege unterschieden: durch Zwang (Hierarchie oder Konkurrenz), durch Nachahmung oder durch Professionalisierung (DiMaggio und Powell 1983). Für alle drei Kanäle können im Falle der Landesbanken empirische Evidenzen für eine Annäherung an das Verhalten des privaten Finanzsektors gefunden werden, die im Folgenden kurz beleuchtet werden sollen.

Die Erweiterung des Geschäftsfeldes der Landesbanken jenseits des Depositen- und Kreditgeschäftes trieb vor allem Ludwig Poullain als Vorstandsvorsitzender (1969-1978) der WestLB voran. Er machte die WestLB schnell zu einer großen universellen Geschäftsbank, wobei er es als seine Mission ansah, seine Bank auf Augenhöhe mit der Deutschen Bank zu führen: "dies bekenne ich gerne, [die Deutsche Bank war] für mich in meiner aktiven Zeit immer ein Vorbild für Abgewogenheit im Denken und Tun" (Poullain 2004). Für ihn waren die alten Landesbanken "schlafende Anstalten". Diese Sicht vertrat er auch als Präsident des Sparkassen- und Giroverbandes. Auf dem deutschen Sparkassentag 1969 forderte er die Sparkassen und Landesbanken auf, auf die Staatshaftung zu verzichten, und stattdessen vollwertige Banken zu werden. Sie sollten sich "aus den Klauen der Bevormundung" befreien. Zudem trat er für befristete Verträge mit Gewinnbeteiligung statt der bisherigen Verbeamtung für die Vorstände von Sparkassen ein.

Beim Gehalt ging Poullain mit gutem Beispiel voran. 1976, vor seiner fristlosen Kündigung, hatte er ein Jahresgehalt von ca. 500.000 Deutsche Mark (zum Vergleich der damalige Bundeskanzler Schmidt erhielt 233.000 Deutsche Mark im Jahre 1978: Der Spiegel 29.9.1980). Die Kündigung erfolgte aufgrund von staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen im Zusammenhang von einer Millionen Deutsche Mark, die er 1972 für die Beratung eines Finanzmaklers erhalten hatte. Sein Ruhegehalt in Höhe von jährlich 240.000 Deutsche Mark ließ ihn auch diesbezüglich zum Vorreiter der Finanzialisierung im öffentlich-rechtlichen Bereich werden (Hertl 1979).

Mit seiner Forderung nach dem Verzicht auf die Gewährsträgerhaftung konnte sich Ludwig Poullain zwar nicht durchsetzen, doch die von ihm betriebene Ausweitung der Geschäftstätigkeit der WestLB sowie eine stärker an der Privatwirtschaft orientierte Vergütung der Vorstände machte Schule (Neßhöver 2009). "Für alle diejenigen, die nur darauf warteten, dass Sparkassengeschäft im engeren Sinne hinter sich zu lassen, war es schließlich Ludwig Poullain der Messias, der die Sparkassenorganisation zu neuen Ufern führte" (Hertl 1981).

Allerdings zogen die Sparkassen als solche nur bedingt mit. Poullains Einfluss blieb zunächst auf die Landesbanken begrenzt. Sein Nachfolger als Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes, Helmut Geiger, distanzierte sich von dem Motto "machen wir's den Banken nach". Bei ihm hieß es "genauso effizient wie Geschäftsbanken, aber mit anderem Kundenkreis", der mit Arbeitnehmer, Mittelstand und öffentlicher Hand konkretisiert wurde. Einer der Gründe für diese Kurskorrektur war die Befürchtung, dass der direkte Wettbewerb mit den privaten Banken die Steuerprivilegien der Sparkassen gefährden würden (Die Zeit 1973). Die anderen Landesbanken folgten in ihrer Mehrheit jedoch der WestLB, was nicht zuletzt dadurch zum Ausdruck kam, dass diese die Änderung "LB" in ihren jeweiligen Namen aufnahmen. In den siebziger Jahren wechselten zudem etliche Vorstandsmitglieder der WestLB in führende Positionen der anderen Landesbanken (Hertl 1976).

Der Erfolg der WestLB erhöhte den Konkurrenzdruck für die privaten Banken im Firmenkundengeschäft. Firmen wie der Röhrenproduzent Mannesmann begrüßten die neue Konkurrenz: "Wir hängen in den Klauen der Deutschen Bank! Wir brauchen mehr Wettbewerb!" (zitiert in Neßhöver 2009). Entsprechend definierte Poullain den öffentlichen Auftrag nicht begrenzt auf die öffentlich-rechtlichen Institute, sondern als ein Auftrag "an die gesamte deutsche Kreditwirtschaft, [...] die Bürger dieses Landes mit ihren Dienstleistungen zu versorgen" (Poullain 2004). Für diese Engführung des öffentlichen Auftrags auf die Schaffung von mehr Wettbewerb fand Poullain auch Unterstützung beim damaligen sozialdemokratischen Finanzminister Karl Schiller: "Wenn im Kreditsektor der Wettbewerb funktioniert, dann besitzt keine Gebietskörperschaft mehr die ordnungspolitische Legitimation, eine Bank oder eine Sparkasse zu betreiben" (zitiert in Poullain 2007). Auch der Sozialdemokrat Karl Otto Pöhl unterstützte Poullain bereits in seiner Funktion als Finanzstaatssekretär, denn er strebte die Schaffung eines staatsnahen Institutes an, das den drei privaten Großbanken Konkurrenz machen sollte. Als späterer Bundesbankchef befürwortete er die Fusion von Landesbanken: "International tätige Banken benötigen nun mal ein Mindestmaß an Größe" (Blohm 1988). Insbesondere die Zielvorgabe eines europäischen Binnenmarktes bis 1992 diente als Begründung für ein stärkeres Engagement im Auslandsgeschäft (Blohm 1988).

Hinsichtlich der Internationalisierung des Tätigkeitsfelds der Landesbanken spielte wiederum die WestLB eine Vorreiterrolle und zwar schon unter Poullain.

158 Christoph Scherrer

Doch es war der Sozialdemokrat Friedel Neuber, der die Bank von 1981 bis 2001 führte, der der Bank das neue Geschäftsfeld der internationalen Verbriefungen und Derivate unter dem Motto erschloss, dass eine weltweit operierende Bank wie die WestLB "die Entwicklungen in der internationalen Finanzwelt nicht ignorieren" dürfe (Blohm 1988).

Neuber baute auch das Beteiligungsgeschäft der WestLB aus, und zwar nicht nur unter industriepolitischen Vorgaben (s. o.). Die hohen Provisionseinnahmen und die Chance zum Aufbau neuer Kundenbeziehungen motivierten solche Engagements. Ende der achtziger Jahre handelte die WestLB laufend mit Gesellschaftsanteilen, d. h. sie erwarb größere Anteile an Gesellschaften, die sie zumeist binnen zweier Jahre wieder verkaufte. Auch diese Geschäfte wurden mit dem Hinweis auf den Wettbewerb begründet. Wiederum Neuber: "Wenn wir im Wettbewerb bestehen wollen, müssen wir uns aktiver im Beteiligungsgeschäft zeigen" (zitiert in Perina 1991).

Zweifelte bereits Karl Schiller in den frühen 1970er-Jahren an der Existenzberechtigung der Landesbanken, so forderte ihre Geschäftsausdehnung immer mehr Kritiker an ihrem öffentlich-rechtlichen Status heraus. Nicht nur von der Europäischen Kommission wurde der öffentliche Auftrag von Landesbanken infrage gestellt (s. o.), auch der Internationale Währungsfonds kritisierte immer wieder den großen Anteil öffentlicher Banken am deutschen Finanzsektor und legte deren Privatisierung nahe (IWF 2006, S. 76-98). In den Wirtschaftswissenschaften herrschte vor der Krise allgemein ein Konsens zugunsten von Deregulierung und Privatisierung gerade für den Finanzsektor in Deutschland (Dullien und von Hardenber 2009). Die Kritik an den öffentlich-rechtlichen Banken gipfelt in der Behauptung, diese hätten die gesamte Branche "vor die Wand gefahren" (Möschel 2005, S. 3).

Im europäischen Kontext konnten die öffentlichen Landesbanken und Sparkassen immer weniger Verbündete finden, da in vielen europäischen Nachbarstaaten die öffentlichen Banken zunehmend privatisiert wurden. Beispielsweise sank der Anteil an den gesamten Bankaktiva staatlicher Banken in Italien von über 60 Prozent im Jahr 1992 auf 17 Prozent im Jahr 1999 (Engerer und Schrooten 2004, S. 66).

Während die Sparkassen über das Regionalprinzip und ihr soziales Engagement ihren öffentlich-rechtlichen Status weitgehend aus der öffentlichen Diskussion heraushalten konnten, wussten die Landesbanken der geballten Kritik wenig entgegen zu setzen, zumal, wie oben ausgeführt, ihre Führungen selbst nicht von gemeinwirtschaftlichen Prinzipien überzeugt waren.

Zusammenfassend können für die Annäherung an das Verhalten des privaten Finanzsektors die von DiMaggio und Powell genannten Übertragungskanäle identifiziert werden. Das Zwangselement kommt sowohl über die Konkurrenz durch die privaten Anbieter als auch durch die Erwartungen der Eigentümer zum Tragen. Die

zentralen Akteure der Geschäftsfeldausweitung der Landesbanken nahmen sich die privaten Großbanken zum Vorbild. Die für die Ausbildung des Managements zuständige Wissenschaftsdisziplin, die Wirtschaftswissenschaften und insbesondere die Finanzwissenschaft, befürwortete Finanzialisierungstrategien. Das Phänomen der besseren Performanz von Landesbanken, die stärker von den Sparkassenverbänden kontrolliert werden, findet aus der Perspektive des Neoinstitutionalismus auch eine Erklärung. Die regional tätigen Sparkassen, die ihre Gewinne vornehmlich sozialen Zwecken und nicht allgemein den Kommunalhaushalten zuführen, sind den drei isomorphen Kanälen weniger ausgesetzt.

#### 8. Fazit

Die öffentlich-rechtlichen Finanzinstitute Deutschlands haben sich dem Sog der Finanzialisierung nicht entzogen. Die dem Regionalprinzip treu gebliebenen Sparkassen haben allerdings nur begrenzt Aktivitäten ausgeweitet, die unter den Begriff der Finanzialisierung gefasst werden können: den Handel mit Wertpapieren und insbesondere mit Derivaten. Ihre Vorstandsbezüge liegen zwar deutlich über den Gehältern des öffentlichen Dienstes, aber signifikant unterhalb denen privater Finanzinstitutionen. Im Kontrast zu den Sparkassen forcierten die Landesbanken die Finanzialisierung. Nicht nur der Anteil des Handels an der Gesamtgeschäftstätigkeit, sondern auch das Auslandsengagement und die Vorstandsbezüge entsprechen den Merkmalen der Finanzialisierung. Als Spätankömmlinge auf den Märkten komplexer Finanzprodukte wiesen sie eine deutlich niedrigere Profitabilität als ihre private Konkurrenz auf und wurden im Durchschnitt von der Krise stärker erfasst. Das Risikoverhalten der Landesbanken war jedoch nicht einheitlich. Gerade diejenigen Landesbanken, die stärker unter der Kontrolle der Sparkassenverbände standen, sind geringere Risiken eingegangen.

Die besonders riskanten Finanzmarktgeschäfte im Vorlauf zur Krise können zunächst gut mit der bevorstehenden Abschaffung der staatlichen Gewährsträgerhaftung erklärt werden. Die Befürchtung, dass sich ohne staatliche Haftung ihre Refinanzierungskosten erhöhen würden, ließen viele Landesbanken auf der Suche nach einem neuen Geschäftsmodell hohe Risiken eingehen. Dass sie dabei den ursprünglichen Auftrag der Landesbanken aus den Augen verloren haben, kann aus der Perspektive der Prinzipal-Agent-Theorie zum einen mit Hinweis auf die Erwartungen der Politik auf hohe Erträge und zum anderen durch die Eigeninteressen der Manager erklärt werden. Der soziologische Neoinstitutionalismus kann zusätzlich noch erklären, warum sich die Vorstände der Landesbanken stärker als die der Sparkassen am Vorbild der privaten Finanzwirtschaft orientierten. Die regional tä-

160 Christoph Scherrer

tigen Sparkassen, deren Gewinne vor allem in ihr soziales Engagement einfließen, sind den drei isomorphen Kanälen von Zwang, Nachahmung und Professionalisierung weniger ausgesetzt.

#### Literatur

Aguilera, R. V., I. Filalotchev, H. Gospel, und G. Jackson. 2008. An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingences, and Complementarities. *Organization Science* 19 (3): 475-492.

Andresen, T. 2012. Ein schmerzhafter Tag für die WestLB. *Handelsblatt* 21. März 2012. http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/ende-einer-aera-ein-schmerzhafter-tag-fuer-die-westlb-seite-all/6355054-all.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Apreda, R. 2006. Dual Governance in State-owned Banks. CEMA Working Paper No. 319.

Blohm, B. 1988. Szenen einer Ehe. Im dritten Versuch soll die Fusion zwischen WestLB und Helaba klappen. *Die Zeit* 16. September 1988.

Bloomberg Businessweek. 2004. WestLB: Battling To Get Off The Ropes. *Bloomberg Businessweek* 08. Februar 2004. http://www.businessweek.com/stories/2004-02-08/westlb-battling-to-get-off-the-ropes. Zugegriffen: 15. Dezember 2012.

Der Spiegel. 1980. Was befähigt Sie zum Kanzler? Der Spiegel Ausgabe 40/1980. http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-14315107.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Die Zeit. 1969. Sturz vor der Krönung. Die Zeit. 27. Juni 1969.

Die Zeit. 1973. Kurskorrektur. Die Zeit. 18. Mai 1973.

DiMaggio, P. J. und W. W. Powell. 1983. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review* 48 (2): 147-160.

Döring, T. 2003. German Public Banks under the Pressure of the EU Subsidy Proceedings. *Intereconomics* March/April: 94-101.

Dullien, S., und C. van Hardenberg. 2009. Deregulierung in der öffentlichen Debatte in Deutschland. *Hans-Böckler-Stiftung*, Mai 2009. http://www.boeckler.de/pdf/deregulierung\_dullien\_2009.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Fischer, M. J., C. Hainz, J. Rocholl, und S. Steffen. 2012. Government Guarantees and Bank Risk Taking Incentives. AFA 2012 Chicago Meetings Paper. http://ssrn.com/abstract=1786923. Zugegriffen: 14. Dezember 2011.

Fiss, P. C. 2008. Institutions and Corporate Governance. In The Sage Handbook of Organizational Institutionalism, hrsg. R. Greenwood, C. Oliver, R. Suddaby, und K. Sahlin-Andersson, 389-410. London: Sage.

Hardie, I., und D. Howarth. 2009. Die Krise not La Crise? The Financial Crisis and the Transformation of German and French Banking Systems. *Journal of Common Market Studies* 47 (5): 1017-1039.

Hau, H., und M. Thum. 2009. Subprime Crisis and Board (In-)Competence: Private versus Public Banks in Germany. Banks and the Crisis. *Economic Policy* 24 (10): 701-752.

Hertl, R. 1976. Ein schlechter Bankier. Die Zeit 16. Juli 1976.

Hertl, R. 1979. Verurteilt vor dem Urteil. Das politische Ränkespiel um den Fall des früheren Landesbankchefs Poullain. *Die Zeit* 1. Juni 1979.

Hertl, R. 1981. Sparkassen spielen nicht mehr mit. Die Zeit 12. Juni 1981.

IWF. 2006. IMF Country Report No. 06/436. Germany: Selected Issues. Internationaler Währungsfonds.

- Köhler, M. 2011. Geheimsache Vorstandsgehalt. Frankfurter Allgemeine 15. Juni 2011.
- Köhler, P., C. Neßhöver, und O. Stock. 2009. Letztes Poker um Schulden und Sühne. *Handelsblatt* 13. November 2009.
- Krippner, G. R. 2005. The Financialization of the American Economy. Socio-Economic Review 3 (2): 173-208.
  La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, und A. Shleifer. 2002. Government Ownership of Commercial Banks. Journal of Finance 57 (1): 265-301.
- Lepper, M. 2003. Die Verwendung und insbesondere die Ausschüttung von Sparkassengewinnen. Baden-Baden: Nomos
- Möschel, W. 2005. Konsolidierung des deutschen Bankensektors durch Wettbewerb. *ifo Schnelldienst* 58 (23): 3 Neßhöver, C. 2009. Denen habe ich den Marsch geblasen. *Handelsblatt* 23. Dezember 2009
- Noack, H. 2009. Konsolidierung als kompetenter Partner der Sparkassen. In WISO Diskurs. 2009. Die Zukunft der Landesbanken – Zwischen Konsolidierung und neuem Geschäftsmodell, hrsg. Friederich Ebert Stiftung, 5-10. Bonn.
- Perina, U. 1991. Machtkampf mit den privaten. Die Westdeutsche Landesbank baut sich ein Internationales Imperium auf. Die Zeit. 1. März 1991.
- Pieper, B. 2006. Das Drei-Säulen-System: Erfolgsbremse der deutschen Banken? Wirtschaftsdienst 86 (7): 452-461. Poullain, L. 2004. Sittenverfall im Bankenwesen: Ungehaltene Rede. Frankfurter Allgemeine Zeitung 15. Juli 2004. Poullain, L. 2007. Die öffentlich-rechtliche Misere. Handelsblatt 18. Dezember 2007.
- Richter, F. 2012. Speculating Cities? The Financialization of Municipal Debt Management Evidence from North Rhine-Westphalia. unveröffentlichte Masterarbeit im Studiengang Global Political Economy. Universität Kassel.
- Schrooten, M. 2009a. Landesbanken: Zukunft ungewiss. Wirtschaftsdienst 89 (10): 666-671.
- Schrooten, M. 2009b. Landesbanken Tragfähiges Geschäftsmodell gesucht. In WISO Diskurs. 2009. Die Zukunft der Landesbanken Zwischen Konsolidierung und neuem Geschäftsmodell, hrsg. Friederich Ebert Stiftung, 20-33. Bonn.
- Schrooten, M. 2009c. Landesbanken: Rettung allein reicht nicht. DIW Wochenbericht No. 24: 390-396.
- Semenyshyn, H. 2011. The Role of German Savings and Cooperative Banks in Providing Stability in the Time of Global Financial Crisis. unveröffentlichte Masterarbeit im Studiengang Global Political Economy. Universität Kassel.
- Shleifer, A., und R. W. Vishny. 1998. *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*. Cambridge: Harvard University Press.
- SIGTARP. 2009. Factors affecting Efforts to limit Payments to AIG Counterparties. Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program SIGTARP-10-003, 17. November 2009. http://www.sigtarp.gov/reports/audit/2009/Factors\_Affecting\_Efforts\_to\_Limit\_Payments\_to\_AIG\_Counterparties.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Zimmer, D., W. Brandt, C.-M. Buch, H. G. Fabritius, M. Hellwig, und H.-H. Lotter. 2011. Strategien für den Ausstieg des Bundes aus krisenbedingten Beteiligungen an Banken. Gutachten des von der Bundesregierung eingesetzten Expertenrates. Berlin: Bundesfinanzministerium. http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2011-02-15-gutachten-bankenbeteiligung-anlage.pdf?\_\_blob=publicationFile&v=3. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

# Mikrofinanz zwischen "Finanzieller Inklusion" und Finanzialisierung

Philip Mader

#### 1. Einleitung

"Microfinance seeks a certain financialization by encouraging poor populations to establish formal connections to mainstream credit practices and by cultivating a kind of financial agency among the very poor [...] a relatively small event in the context of a larger world of global finance dominated by foreign exchange markets and the global markets for derivatives. Its symbolic importance, however, is striking," (Aitken 2010, S. 229, 235)

Die heutige Entwicklungshilfe hegt hohe Erwartungen an kleine Kredite, um Menschen aus der Armut zu befreien und soziale Transformationen anzustoßen. So stellte 2009 der deutsche Entwicklungsminister Dirk Niebel für seine erste Amtsrede den Gründer der Grameen Bank, Muhammad Yunus, an seine Seite und bezeichnete die Mikrofinanz als "unverzichtbares Instrument erfolgreicher Entwicklungspolitik" – "ein urliberales Instrument der Hilfe zur Selbsthilfe" (BMZ 2009). Zwar täuschte sich Niebel, was den Erfolg betrifft, aber seine Darstellung der Mikrofinanz als "urliberales Instrument" traf ins Schwarze: Die Mikrofinanzierung basiert auf der liberalen Idee, alle menschlichen Bedürfnisse dank des Gewinntriebs frei handelnder Akteure im Markt befriedigen zu können. In diesem Falle ist es der Finanzmarkt, der die Bedürfnisse armer Menschen nach höheren Einkommen, größerer Sicherheit und einer besseren Zukunft befriedigen soll.

Wir verstehen hier Finanzialisierung – als Anlehnung an Epsteins (2005) Definition – als Ausweitung von Finanzmärkten und -logiken in neue Bereiche, wodurch neue Akkumulationsmöglichkeiten für Finanzakteure (Investoren und Intermediäre) entstehen. Neue Bereiche sind beispielsweise die Entwicklungszusammenarbeit, oder auch Geografien wie Slums und ländliche Regionen in der Peripherie (vgl. Becker, in diesem Band), sowie ökonomische Bereiche wie der informeller Sektor und das Kleinbauerntum (vgl. Ouma, in diesem Band) oder die Konsumbedürfnisse armer Haushalte. Die Mikrofinanzierung weitet transnationale Finanzmärkte in diese Bereiche aus und hat insofern sogar eine gewisse Vorreiterrolle in der Finanzialisierung über-

nommen: sie arbeitet an den äußersten Grenzen des Finanzmarkts mit den Ärmsten der Armen, und verschiebt diese Grenzen. Sie steht mit dem Heilsversprechen der Armutsreduktion für das inhärent "Gute" und "Soziale" im Finanzmarkt, wodurch sie Prozessen der Finanzialisierung neue Legitimität verschafft.

Besonders interessant ist für die vorliegende Untersuchung, dass heutzutage unter der Parole der "finanziellen Inklusion" Finanzdienstleistungen – vor allem Kredite – als universelles Mittel der Armutslinderung propagiert werden, sogar als Menschenrecht.¹ Damit gilt eine immer tiefere Verflechtung von Kapitalmärkten mit den Slum- und Dorfökonomien des "globalen Südens" als sozial notwendig, und die Suche von Investoren nach immer neuen Kreditbeziehungen erscheint auch im Interesse der Armen. Doch ein genauerer Blick auf die Mikrofinanz und ihre vermehrten Krisen entblößt sowohl die Mehrwertakkumulation als auch das instabile materielle Fundament dieser Finanzialisierung.

## 2. Mikrofinanzierung und "finanzielle Inklusion"

Mikrokredite sind kleine Kredite, die in Entwicklungsländern, vielfach im Zusammenhang mit Gruppenhaftung, mehrheitlich an Frauen vergeben werden.² Das Konzept wird oft auf die Pionierarbeit des bangladeschischen Ökonomen Muhammad Yunus in den 1970er Jahren zurückgeführt. Tatsächlich jedoch experimentierten damals viele Organisationen in Südasien mit Kleinkrediten, was auf eine regionale Tradition des Kredits als Mittel der Sozialpolitik zurückzuführen ist, deren Grundstein von der britischen Kolonialregierung Anfang des 20. Jahrhunderts mit *credit cooperatives* gelegt wurde (vgl. Wolff 1910; Turnell 2005). Doch im Gegensatz zu Genossenschaften werden Mikrofinanzinstitutionen (MFIs) nicht von örtlichen "Genossen" regiert, sondern gehören (oft im Ausland ansässigen) Aktionären oder Nichtregierungsorganisationen (NRO), vergeben sehr kleine Kredite mit kürzeren Laufzeiten (meist unter einem Jahr) zu weit höheren Zinsen,³ verleihen an winzige informelle Unternehmen statt an den "Mittelstand", und beziehen ihr Kapital meist nicht aus lokalen Spareinlagen, sondern von den Kapitalmärkten oder Spendern und Entwicklungsfonds. Dies sind entscheidende Unterschiede.

<sup>1</sup> Muhammad Yunus hat wiederholt ein "Human Right to Credit" gefordert.

<sup>2</sup> Abgrenzungen bei der Größe von Mikrokrediten gibt es nicht bzw. wären willkürlich. Es existieren viele Variationen der Mikrokreditvergabe, was eine Festlegung auf spezifische Charakteristika irreführend machen würde.

<sup>3</sup> Im weltweiten Schnitt aus Berechnungen der Datenbank Mixmarket zu 26,6 Prozent j\u00e4hrlichen Zinsen.

Der Aufstieg der Mikrofinanz-Industrie beschleunigte sich in den 1980er Jahren, als die Weltbank und der Internationale Währungsfonds begannen, Mikrokredite als festen Bestandteil von Strukturanpassungsprogrammen in hochverschuldeten Ländern einzusetzen. Der Rückbau des öffentlichen Sektors und der Sozialsysteme könne, so lautete die Devise, sozialverträglich und vor allem politisch umsetzbar sein, wenn benachteiligte Schichten mit Krediten ihre Einkommenseinbußen kompensieren und als "Mikrounternehmer" im informellen Sektor tätig würden (Weber 2004). Mit der Zeit entwickelte sich aus diesen Erfahrungen das Konzept, Mikrokredite als selbsttragendes "Allheilmittel gegen die Armut", von privaten Kapitalgebern finanziert, einzusetzen. Insbesondere die Weltbank unterstützte durch eine 1995 ins Leben gerufene Unterorganisation<sup>4</sup> den Umbau des Mikrofinanzsektors in eine explizit profitorientierte Finanzindustrie mit der Begründung, nur privates Kapital könne die immense Nachfrage nach Krediten bedienen und nur Konkurrenz würde den Sektor effizient gestalten und die Zinsen heruntertreiben.

Die Annahme der Armutsreduktion durch Mikrokredite erwies sich allerdings als Trugschluss. Frühe Studien fanden zwar Anzeichen für eine Wirkung der Kleinkredite, waren aber methodisch fragwürdig (vgl. Roodman and Morduch 2009). Methodisch fundiertere Studien, die die Veränderung der Lebensumstände von Kreditnehmern mit zufällig ausgewählten Vergleichsgruppen kontrastierten, sogenannte "randomised controlled trials", sollten den endgültigen Beweis der Wirksamkeit liefern, fanden aber keine signifikanten Unterschiede zwischen den Gruppen (Duvendack et al. 2011). Hierdurch wurden schon länger bekannte Probleme des Mikrofinanzkonzepts sichtbar. Erstens stehen den meisten Kreditnehmern keine außerordentlichen unternehmerischen Chancen offen, sondern allenfalls schlecht vergütete, einfache Tätigkeiten im informellen Sektor wie Teppichweben oder Essen verkaufen, die sie zudem in Konkurrenz mit zahlreichen anderen Mikrounternehmern ausüben müssen. Diese Aktivitäten würden in ihrer Summe keinerlei ökonomische Transformation herbeiführen, sondern eher Rückschritt, so Bateman (2010). Zweitens ist schon länger bekannt, dass die meisten Schuldner ihren Mikrokredit nicht für unternehmerische Zwecke nutzen, sondern um Konsumbedürfnisse zu erfüllen oder Einkommenseinbußen zu kompensieren.<sup>5</sup> Und drittens kritisieren gender-ForscherInnen, dass die bevorzugte Vergabe von Krediten an Frauen nicht wie stets behauptet deren Emanzipation diene, sondern lediglich der vereinfachten Kontrolle und Einschüchterung durch (meist männliche) Mitarbeiter (vgl. Karim 2011).

<sup>4</sup> Die "Consultative Group to Assist the Poor" (CGAP) arbeitet ausschließlich im Mikrofinanzsektor.

<sup>5</sup> John Hatch, Gründer eines der größten Mikrofinanznetzwerke, schätzt indessen, dass 90 Prozent der Mikrokredite zur Finanzierung des täglichen Konsums verwendet werden (Beck und Ogden 2007).

Obwohl im öffentlichen Diskurs trotzdem weiterhin die Verheißungen von Unternehmertum und Emanzipation propagiert werden, ist man in Expertenkreisen längst zur Legitimierung des Mikrofinanzsektors unter der Parole der "finanziellen Inklusion" übergegangen. Darunter wird der Zugang zu "einfachen Kredit-, Spar-, Versicherungs- und Zahlungsdienstleistungen" verstanden (ACCION 2012). Hinter diesem Bemühen, Finanzdienstleistungen an alle Menschen heranzutragen, steht die Annahme seitens Organisationen wie der Weltbank und ihrer Tochter, CGAP, dass "arme Menschen, wie alle anderen, Finanzdienstleistungen jederzeit brauchen und gebrauchen" (CGAP 2004, S. 2). So sieht CGAP eine Rolle für Finanzdienstleistungen nicht nur bei Geschäftstätigkeiten, sondern auch beim Hausausbau, der Zahlung von Schulgeldern, bei Ausgaben für Festtage, Hochzeiten und Beerdigungen, und sogar im Falle familiärer Krisen und Naturkatastrophen – Finanzdienstleistungen sind schlichtweg in allen Lebenslagen die Lösung. Doch mit der Begründung, warum gerade der Zugang zu Finanzdienstleistungen eine Verbesserung der Lebensumstände bewirken solle, bleiben die Befürworter vage. Zwar erklärt die G20, dass "der Zugang zu Finanzen Familien, Unternehmen und der Wirtschaft im allgemeinen Stabilität und Fortschritt bringt" (GPFI 2012), aber die Mechanismen der Armutslinderung sind schemenhaft.

Fündig wird, wer im Standardwerk der Finanzielle-Inklusion-Bewegung, Portfolios of the Poor, nach Erklärungen sucht. Die AutorInnen studierten das Alltagsverhalten von Menschen in Entwicklungsländern aus der Perspektive moderner portfolio management-Theorien. Mit diesem Ansatz erklärten sie jedwede ökonomische Handlung zu einer Transaktion, der entweder eine finanzielle Dienstleistung zugrunde gelegen haben musste, oder die mittels adäquaterer Finanzdienstleistungen hätte aufgewertet werden können. So interpretierten die AutorInnen beispielsweise den Entschluss einer Frau, einen Mikrokredit zu 36 Prozent Jahreszins aufzunehmen, um Gold zu kaufen, als rationale Investitionsentscheidung. Sie habe so in kleinen wöchentlichen Zahlungen ein lebenslanges "asset" kaufen können, da der Kredit den Erwerb an den "cashflow" ihres Haushalts angepasst habe; die Tatsache, dass die Frau das Gold folglich zu einem 36-prozentigen Aufpreis kaufen musste, ließen die Autoren allerdings unhinterfragt. Durch derlei Schlussfolgerungen gelangten sie sogar zur Behauptung, ein Mangel an Geld sei nicht die schlimmste Form der Armut, sondern ein Mangel an finanziellen "Werkzeugen", um das wenige Geld zu verwalten (Collins et al. 2009, S. 23, 184).

## 3. Mikrofinanz und Finanzialisierung

Heute ist die Mikrofinanzindustrie mit insgesamt 89,4 Milliarden US-Dollar Krediten (davon 72 Milliarden in Asien und Lateinamerika) ein globales Geschäft mit mehr als 200 Millionen Kunden.<sup>6</sup> Ihr Schwerpunkt liegt – allen Bekundungen, Arme bräuchten umfassendere finanzielle Produktpaletten, zum Trotz – weiter auf Krediten. Ausschlaggebend hierfür ist vor allem, dass Kredite im Gegensatz zur Verwaltung von Spareinlagen oder Versicherungen hochgradig profitabel sein können. Den Krediten stehen nur Spareinlagen von 64,1 Milliarden gegenüber, von denen viele in Wirklichkeit "Sicherheiten" (nie ausbezahlte Teile eines Kredits) oder *forced savings*, die als Vorbedingung für einen späteren Kredit angespart werden müssen, sind (vgl. Brau und Woller 2004, S. 13).

Von 2006 bis 2011 hat sich das Kreditvolumen des Sektors mehr als verdreifacht. Das rasante Wachstum über große Strecken der 1990er und 2000er Jahre wurde aber, im Gegensatz zum Mythos der "selbsttragenden"<sup>7</sup> Armutsreduktion, nur durch großzügige Subventionierung und Mittelzuwendung seitens des öffentlichen Sektors ermöglicht; selbst das Wachstum der berühmten Grameen-Bank (Morduch 1999). Für 2009 meldete CGAP, dass nur ein knappes Drittel aller neuen Finanzmittel für die Mikrofinanzierung aus privatwirtschaftlichen Quellen stammte. Geldgeber sind heute neben staatlichen Entwicklungsfonds und Entwicklungsbanken vor allem multilaterale Organisationen. Größter Geldgeber weltweit ist die deutsche KfW, die rund 18 Prozent der internationalen öffentlichen Förderung beisteuert (El-Zoghbi et al. 2011, S. 10).

Diese Nutzung öffentlicher Gelder im öffentlichen Entwicklungsauftrag zum Aufbau einer auf privaten Profit hinarbeitenden Finanzindustrie stellt für sich genommen eine interessante Form der Finanzialisierung und Vermarktlichung dar (vgl. Ebner in diesem Band). Doch des Weiteren vermischen sich öffentliche und private Elemente zusehends, indem öffentliche Gelder an private gekoppelt werden, um diese aufzustocken, oder öffentliche Gelder oft nur zu marktnahen Konditionen verliehen werden. Oft kommen öffentliche Gelder zum Einsatz, um Profite privater Investoren zu garantieren, wie im Falle einer collateralised debt obligation für die mexikanische MFI Compartamos, von der eine Weltbank-Tochter die risikoreichsten Tranchen kaufte, damit die anderen Tranchen an Pensionsfonds vermittelt werden konnten (Shanahan 2007). Bemerkenswerterweise werden bei dieser Form der Subventionierung nicht die Zinsen für Kreditnehmer verbilligt, sondern einzig die Kapitalbeschaffungskosten der MFIs und die Risiken ihrer privaten Geldgeber gesenkt.

<sup>6</sup> Kredite: Mixmarket, Daten für 2011 (Zugriff 23.07.2012). Kunden: Maes/Reed (2012, S. 3),
Daten für 2010

<sup>7</sup> Im Englischen wird hier das Wort sustainable als Euphemismus für "profitabel" verwandt.

Trotz der weiterhin benötigten öffentlichen Gelder lassen sich mit Blick auf die Attraktivität der Mikrofinanz für private Kapitalanleger- und Dienstleister einige zweifelhafte Erfolge aufzählen. Der Mikrofinanzsektor ist zwar mitnichten immer und überall profitabel, doch lässt sich zum Beispiel an den Vorkrisenjahren der indischen Mikrofinanzindustrie die Attraktivität für Investoren messen: 2008 und 2009 wiesen die zehn größten indischen MFIs im Schnitt Eigenkapitalrenditen von je 37,8 und 35,2 Prozent aus – zum Vergleich: der amerikanische Finanzsektor erzielte 2008 nur 7,2 Prozent, und verlor 2009 sogar 69,0 Prozent.8 Westliche Investmentbanken wie Citigroup sind Anbieter und Vermittler für Mikrofinanzinvestmentprodukte, und die Deutsche Bank, die schon früh in der Mikrofinanz eine "emerging investment opportunity" (Dieckmann 2007) sah, betreibt alleine in den USA Investmentfonds mit einem Gesamtvolumen von ca. 167 Millionen Dollar. Von 2003 bis 2007 erzielten weltweit vier MFIs durch Börsengänge insgesamt 1,05 Milliarden US-Dollar (Lieberman et al. 2008). Daran verdienten nicht nur Milliardäre wie George Soros oder Vinod Khosla, sondern auch MFI-Gründer; Vikram Akula etwa konnte im Rahmen des Börsengangs "seiner" SKS Microfinance 2010 in Indien Anteile für 13 Millionen Dollar veräußern, und hielt danach noch immer 55 Millionen (Strom und Bajaj 2010). Als Vergleichsgröße kann ein durchschnittlicher SKS-Kredit von 77 Dollar dienen. Außerdem konnten an solchen Mikrofinanz-Börsengängen einige (ihrer Satzung nach not-for-profit) NROs große Gewinne erzielen.

Das große Interesse der Finanzmärkte weist auf eine besondere Form der Finanzialisierung im Zusammenspiel von nördlichen Finanzzentren mit den Slumund Subsistenzwirtschaften des "globalen Südens" hin. Der Mikrokredit macht die Produktivkapazitäten letzterer für Kapitaleigner bequem zugänglich und nützlich, indem er völlig neue Kapital-Arbeit-Beziehungen mit Menschen eröffnet, deren wirtschaftliches Schaffen bislang außerhalb globaler Kapitalkreisläufe lag und für Kapitalbesitzer weder zugänglich noch von Interesse war. Die Kreditbeziehung mit den Armen erlaubt Finanzmarktakteuren eine "Beteiligung" am Schaffen afrikanischer Kleinbauern, indischer Teppichweber oder südamerikanischer Kioskbetreiber – im doppelten Wortsinn, da die Beteiligung sowohl finanziell als auch ideell ist. So beschreibt die Gründerin der Website Kiva, auf der sich Geldgeber spezifische KleinunternehmerInnen aussuchen können,¹0 Kiva als Plattform, die es "normalen Leuten" ermögliche, "sich wie ein mini-Bill Gates zu fühlen, indem sie ein Portfolio von

<sup>8</sup> Datenquellen: eigene Berechnungen mit Mixmarket-Daten (Zugriff 27.07.2012), sowie Damodaran (2011)

<sup>9</sup> Quelle: Mixmarket, Daten für SKS Microfinance (Zugriff 27.07.2012).

<sup>10</sup> Tatsächlich wird das Geld nur an die MFI verliehen, die das Geld auch an andere Kunden verleihen darf, eine viel kritisierte Täuschung.

Unternehmen in Entwicklungsländern aufbauen" (Flannery 2012). In diesem Lichte betrachtet gewinnt auch der Buchtitel *Portfolios of the Poor* eine neue Bedeutung.

Sofern der Kredit zurückgezahlt wird, ist die Beteiligung am Schaffen der Armen (respektive die "finanzielle Inklusion") für den Investor auch dann ein Erfolg, wenn der Mikrokredit nicht für unternehmerisches Schaffen, sondern für den Konsum oder eine Hochzeit eingesetzt wurde. Die zunehmende Verschuldung Lohnabhängiger wie Selbstständiger ermöglicht neue Ausbeutungsmechanismen. Zwar lässt sich die effektive Profitakkumulation durch Mikrofinanzierung aufgrund des Datenmangels nicht genau beziffern, aber immerhin ist eine Schätzung des abgeschöpften Mehrprodukts möglich. Hiermit ist jene Mehrarbeit gemeint, die Mikrokreditnehmer als Preis ihrer "finanziellen Inklusion" für die Finanzindustrie leisten müssen. Mixmarket erhebt sowohl das Kreditvolumen vieler MFIs als auch deren "vield on gross loan portfolio", also das Mehr der zurückgezahlten Summe relativ zum verliehenen Geld als Prozentsatz – vereinfacht: der Bruttoertrag. Auf 73,6 Milliarden US-Dollar, die im Jahr 2010 verliehen wurden, kam ein durchschnittlicher Ertrag von 26,6 Prozent,11 womit Mikrokreditnehmer 2010 knapp 19,6 Milliarden Dollar an die Mikrofinanzindustrie zahlten – zum Vergleich lag der staatliche Schuldendienst Griechenlands nur bei 16,6 Milliarden Dollar (Greek Government 2010). Bis Datenbeginn zurückgerechnet, kam seit 1996 sogar eine gesamt-Abschöpfung von 100,5 Milliarden US-Dollar zustande.

Derlei Berechnungen sind wohl eine Unterschätzung des tatsächlich abgeschöpften Mehrprodukts,¹² doch geben sie immerhin eine grobe Idee der Größenordnung der Akkumulationsmöglichkeiten, wenn arme Menschen in den Finanzmarkt "inkludiert" werden. Es wird deutlich, dass die Ausweitung transnationaler Finanzmärkte in die Slums und Dörfer des "globalen Südens" signifikante materielle Konsequenzen für arme wie reiche Menschen birgt, selbst wenn sie meistens nicht die Armut reduziert.

Da aber das Mikrofinanzgeschäft weder als Akkumulationsvehikel für Kapitalbesitzer und Finanzintermediäre gerechtfertigt wird, noch allgemein so verstanden wird, ist ein Blick auf die Diskurse, die diese Prozesse der Finanzialisierung le-

<sup>11</sup> Unter jenen MFI, die diese Zahlen melden; der Rest ist auf Basis des Durchschnitts geschätzt. Diese Rechnung unterstellt weder, dass die Kreditnehmer mehr produzierten als zuvor, noch dass sie mehr arbeiteten, sondern lediglich, dass sie diese Arbeit zum Marktwert verrichten müssen, um ihren Zins zu bezahlen. Es muss sich bei den folglichen Beträgen nicht um Nettoverluste für die Kreditnehmer handeln und der Forschungsstand sieht keinerlei Unterschiede zwischen Kreditnehmern und Vergleichsgruppen, also keinen Nettoverlust. Feststellbar ist eben nur der Ertrag für die Finanzindustrie.

<sup>12</sup> Da das Wachstum des Kreditportfolios zur geringeren Schätzung des yield führt; die MFI die Daten selbst melden und womöglich zusätzliche Gebühren o. Ä. nicht mitzählen; und die Zinsen im Zeitraum, bevor viele MFI anfingen, sie zu melden, wahrscheinlich höher lagen.

gitimieren, erforderlich. Wie Akerlof und Shiller (2009, S. 51) bemerken, denken Menschen über finanzielle Fragen meist in Form von "Narrativen". Als "mobilisierende" Narrative sind hier jene Geschichten zu verstehen, die eine implizite oder explizite Handlungsaufforderung transportieren. Wohl wäre ohne das Narrativ, mit Kleinkrediten "Gutes tun" zu können, der Mikrofinanzsektor nie so großzügig mit öffentlichen Mitteln, privaten Spenden und "sozial motiviertem" Anlagekapital gepäppelt worden. Auch wäre seine herausragende öffentliche Wertschätzung – inklusive Friedensnobelpreis für Yunus und Grameen-Bank im Jahr 2006 – nie ohne das weit verbreitete Narrativ der "unternehmerischen Armen", die sich und ihre Familie dank einer kleinen Finanzmarktintervention aus der Armut befreien können, zustande gekommen.

MFIs werben meist mittels ausgewählter Kundenbiografien, in denen ein Kredit den Kunden unternehmerischen Erfolg und sozialen Aufstieg beschert hat. Dies ist oft direkt mit einer Spenden- oder Investitionsaufforderung an die Leser verbunden.<sup>13</sup> Diesen Geschichten überlagert ist das Narrativ, dass jede(r) durch unternehmerisches Handeln sein Los verbessern könne – hierzu fehle nur der Kredit – und es ist wohl kein Wunder, dass diese Verheißung der "Hilfe zur Selbsthilfe" unter IT-Unternehmern wie Bill Gates, Pierre Omidyar und Michael Dell großen Zuspruch gefunden hat.<sup>14</sup> Der Narrativ vom Erfolg durch Mikrofinanz knüpft an die finanzialisierte Erfahrung westlicher Mittelklassen an, dass der geschickte Umgang mit Finanzprodukten entscheidender Faktor sozioökonomischen Erfolgs ist (vgl. Mertens und Meyer-Eppler in diesem Band). Geldgeber können sich mit dem Narrativ des Entkommens aus der Armut mittels Finanzprodukten identifizieren, der zudem das bequeme Versprechen birgt, die Beseitigung der Armut wäre ohne Umverteilung möglich.<sup>15</sup> Bajde (2013) zufolge versuchen viele Geber so, mittels eines kleinen Kredits beispielsweise über Kiva, ihre moralischen Vorstellungen von einer "guten Gesellschaft" umzusetzen, ohne dabei wie beim Spenden Geld zu verlieren oder (so heißt es) Abhängigkeiten zu schaffen.

Glaubt man dem mobilisierenden Narrativ der Mikrofinanz und der "finanziellen Inklusion", so gibt es keine Alternative zur marktgesteuerten Armutsreduktion,

<sup>13</sup> Es besteht kein Grund, am Wahrheitsgehalt dieser Geschichten zu zweifeln, die aber wohl von spektakulären Einzelfällen unter den 205 Millionen KreditnehmerInnen handeln.

<sup>14 2009</sup> waren "financial services for the poor" die zweitgrößte Ausgabenkategorie im Entwicklungsprogramm der Gates Foundation; Ebay-Gründer Omidyar vermachte der Tufts University 2005 100 Millionen Dollar ausdrücklich für die Förderung kommerzieller Mikrofinanz; und die Michael and Susan Dell Foundation fördert unter der Rubrik "ökonomische Stabilität für Familien" explizit große, profitable MFI.

<sup>15</sup> So kündigte Yunus schon 1997 (und 2006 bei der Nobelpreisverleihung wieder) an, man würde mit Mikrokrediten bis Mitte des 21. Jahrhunderts Armut "ins Museum" verbannen.

die die Armen auf Pump selber bezahlen sollen. Wer sich gegen die Ausweitung der Finanzbeziehungen stelle, so Yunus (2011), unterstütze das althergebrachte System "finanzieller Apartheid" – und wer möchte schon den Armen, ihre "einzige Chance, auszubrechen" (Yunus 2003, S. 58), verweigern? Die Macht dieses Narrativs von Armutsbekämpfung durch die Finanzmärkte, der Geber und Investoren unterschiedlichster Couleur mobilisiert hat, belegt eindrucksvoll den positiven normativ-ideologischen Gehalt, ebenso wie den Anschein der Alternativlosigkeit, den Prozesse der Finanzialisierung oft annehmen, mögen sie auch materiell noch so regressive Wirkungen zeigen. Diese Ambivalenz fasst Klas (2011) treffend in seiner Beschreibung der Mikrofinanz als "Die große Illusion oder das Geschäft mit der Armut" zusammen.<sup>16</sup>

#### 4. Mikrofinanzkrisen

Allem Wachstum zum Trotz ist der Aufbau einer transnationalen Mikrofinanzindustrie nicht ohne Zwischenfälle und Rückschläge verlaufen. In Ländern, in denen der Mikrofinanzsektor eine gewisse "Tiefe" erreicht hat, kommt es vermehrt zu unterschiedlich ausgearteten aber ähnlich verursachten Krisen. Als Mikrofinanzkrisen sind Ereignisse in Bolivien, Nicaragua, Marokko, Bosnien-Herzegowina, Pakistan und Nigeria sowie eine Reihe von Vorfällen in Indien bekannt (vgl. Chen et al. 2010; Microfinance Focus 2011). Hier wird kurz auf Bolivien und Nicaragua eingegangen, und danach die Entwicklung des indischen Mikrofinanzsektors vom *boom* in die Krise eingehend beleuchtet.

Als Opfer zahlreicher Strukturanpassungsprogramme ab 1985 war Bolivien ein Vorreiterland der Mikrofinanzierung, die dort früh auf eine kommerzielle Basis gestellt wurde. Mit 379 Millionen US-Dollar an Krediten an geschätzte 600.000 bis 1 Millionen Kreditnehmer stellten MFIs mehr als zehn Prozent des gesamten bolivianischen Finanzsektors, und standen dabei in direkter Konkurrenz mit chilenischen Konsumentenkreditanbietern (Rhyne 2001). Auf diese Konkurrenz schoben MFIs die Überschuldung ihrer Kunden, obwohl beide Anbietergruppen kontinuierlich ihre Kreditvergabestandards gesenkt hatten, sodass der Anteil mehrfachverschuldeter Mikrokreditnehmer von 13 Prozent im Jahr 1996 auf 24 Prozent (2000) stieg (Vogelgesang 2003). Im Rahmen der sozialen Aufstände des Jahres 2000 protestierten Schuldnerorganisationen zusammen mit Gewerkschaften unter anderem mit Hungerstreiks für Schuldenerlässe, und nahmen sogar zeitweise Geiseln im Gebäude der Bankenaufsicht. Sie erzwangen von den MFIs die Zusage, einzelne Kredite nach Prüfung ihrer Rechtmäßigkeit zu erlassen; die allgemeine Proteststimmung

<sup>16</sup> Die beste weiterführende Literatur in deutscher Sprache.

ließ jedoch bald nach und der vorübergehend geschwächte Mikrofinanzsektor konnte schon Mitte 2002 wieder Wachstum melden (Rhyne 2004).

Folgenschwerer, und weniger durch allgemeine Umwälzungen als direkt durch die Praktiken der MFIs ausgelöst, waren Proteste in Nicaragua unter dem Motto "No Pago" ("ich zahle nicht"). Sie begannen im Juni 2008 nachdem die nicaraguanische Tochter eines deutschen Mikrofinanzkonzerns sechs Schuldner festnehmen ließ; es kam zu Straßenschlachten mit der Polizei (Padilla 2008). Lokale Politiker und später der Präsident Nicaraguas stellten sich auf die Seite der Schuldner, was im Ausland die Wahrnehmung der Krise als politisch gewollt prägte. Tatsächlich aber lag ein landesweites Überschuldungsproblem mit teils grotesken Zügen vor: so hatte ein einziger Schuldner mehr als 600.000 Dollar an Mikrokrediten angehäuft, ein anderer stand bei allen 19 Mitgliedern der nationalen Mikrofinanzassoziation in der Kreide, und in einem Ort schuldeten etwa 4.500 Menschen jeweils mehr als 50.000 Dollar (Pachico 2009). Infolge der Krise schrumpfte das Mikrokreditportfolio des Landes von 2008 bis 2011 um fast 51 Prozent (Mixmarket 2012).

Die bislang sowohl menschlich wie finanziell katastrophalste Mikrofinanzkrise entwickelte sich aber in Indien, wo trotz der Nachbarschaft zu Bangladesch erst Ende der 1990er Jahre ein formeller Mikrofinanzsektor entstand, der rasant wuchs (für eine eingehendere Untersuchung der indischen Krise siehe Mader 2013). Die ersten MFIs fanden dank der in Südasien üblichen Tradition von Krediten als Sozialpolitik einen fruchtbaren Nährboden, insbesondere dank der Förderung sogenannter "Selbsthilfegruppen" im neoliberalen Reform-Vorreiterland Andhra Pradesh. Hier, wo in den 1990er-Jahren soziale Sicherungssysteme und öffentliche Einrichtungen abgebaut wurden, fanden die MFIs viele Arme, die schon langjährige Erfahrung mit Schulden hatten, und an welche sie gerne Kredite vergaben. Von 2002 bis 2005 wuchs die Kreditmenge der MFIs in Indien um das Fünfzehnfache, und schon im März 2005 zeichnete sich im Distrikt Krishna in Andhra Pradesh ein akutes Überschuldungsproblem ab. Es kam zu zahlreichen Selbstmorden unter SchuldnerInnen und gewaltsamen Demonstrationen, woraufhin die Landesregierung mehr als 50 Mikrofinanzfilialen vorübergehend schloss. Die MFIs präsentierten sich zwar als Opfer der Regierung, gelobten aber, Probleme der Überschuldung sowie die (als Einzelfälle abgetane) Gewalt gegen Schuldner zukünftig einzudämmen.

Die Krishna-Krise dämpfte das Wachstum der indischen Mikrofinanz – da sie jene indischen Banken verunsicherte, die das Gros des Kapitals geliehen hatten – aber nur vorübergehend, denn die MFIs setzten in Folge zunehmend auf ausländische Eigenkapitalinvestoren. Diese strebten meist mittelfristig an, ihre Anteile mit Wertgewinnen verkaufen zu können. Der amerikanische *venture-capital-*Fonds Sequoia Capital gab sogar offen zu, ein "*exit*" mit seinen Profiten durch Börsengänge

anzustreben. Damit war die Zielsetzung eindeutig und die neuen Investoren förderten ein Wachstum der indischen Mikrofinanzindustrie, das seines Gleichen suchte: von April 2008 bis März 2010 akquirierte *jede* einzelne der sechs führenden MFIs im Schnitt *jeden* Tag 2.289 neue Kunden (Arunachalam 2011: 74). So hatte 2009 beim Branchenführer SKS Microfinance jeder *loan officer* 488 Kreditnehmer zu beaufsichtigen.<sup>17</sup> Von 2003 bis 2009 verdoppelte sich auch die Größe des durchschnittlichen Mikrokredits in Indien.

Zentrum dieser gewaltigen Kreditfabrik war das Bundesland Andhra Pradesh, das zwar nur 7 Prozent der Bevölkerung, aber 30 Prozent des indischen Mikrofinanzörtfolios beherbergte und bald den Beinamen "Mekka der Mikrofinanz" erhielt. Hierher pilgerten bis 2010 zahllose Investoren, von den Verheißungen immenser ungesättigter Nachfrage nach Krediten, sowie den erstaunlichen Profiten des Sektors angezogen. Ihre großzügigen Kapitalspritzen gingen in einer Blase des Geldverleihens auf, in der MFIs miteinander konkurrierten, um anderen MFIs selbst kreditunwürdige Schuldner noch abzunehmen. Auch wurden viele Schuldner, sozusagen als letztes Glied der Kreditkette von den Zentren der Hochfinanz in die Dörfer, selbst zu Geldverleihern. Eine Schuldnerin, die wegen ihres Schuldenbergs im Oktober 2010 versuchte, sich das Leben zu nehmen, beschrieb ihre Erfahrung mit den MFIs: "Es war so einfach. Sie schienen genau so verzweifelt [mir das Geld] geben zu wollen, wie ich es haben wollte. Es schien ihnen egal, was ich damit anstellen würde." Ihr Mann fügte hinzu: "Wir hatten schon immer Geld gebraucht, und das Angebot erschien auf einmal endlos. Wir hörten auf, nein zu sagen" (Mohan 2010).

Die Blase erreichte ihren Höhepunkt mit dem Börsengang von SKS Microfinance im Juli 2010. SKS gehörte zur Hälfte drei institutionellen Investoren und einem Milliardär und wurde beim Börsengang mit fast 1,5 Milliarden US-Dollar bewertet – etwa das Vierzigfache seiner Jahresrendite. Doch der Börsenwahn der indischen Mikrofinanz (andere MFIs planten ebenfalls Börsengänge) fand nur wenige Monate später sein jähes Ende, als eine Welle von Selbstmorden unter den KreditnehmerInnen Schlagzeilen machte, Unruhen auslöste und die Landesregierung Andhra Pradeshs zum Einschreiten zwang, indem sie per Gesetz Mitte Oktober kurzerhand alle Mikrofinanzaktivitäten stoppte. Teils wurde von grauenhaften Szenen berichtet, als SchuldnerInnen in Brunnen sprangen oder Pestizide tranken, um dem Druck der Schuldeneintreiber und anderer Mitglieder ihrer Kreditgruppen zu entkommen. Minderjährige wurden entführt und zur Prostitution gezwungen. Manche Bankmitarbeiter legten den Schuldnern offenbar den Selbstmord nahe; eine Praxis die wohl auf die Bündelung von Krediten mit Lebensversicherungen, mittels derer

<sup>17</sup> Selbst die im Mikrofinanzsektor übliche Ratenbegleichung am Wohnort stellt hier eine unvorstellbare Herausforderung für den Mitarbeiter dar, von "know your customer" ganz zu schweigen.

die Schulden beglichen werden konnten, zurückzuführen war. <sup>18</sup> Insgesamt zählte eine offizielle Untersuchung alleine im September und Oktober 2010 54 bestätigte Selbstmordfälle wegen Mikrokrediten.

Der Gesetzeserlass zur Unterbindung der Mikrofinanzaktivitäten hatte zwar nur sechs Tage Gültigkeit, bis ein Gericht ihn einschränkte, reichte aber zusammen mit den Berichten über Gewalt und Selbstmorde aus, um das Mikrofinanzgeschäft in Andhra Pradesh zu kippen. Viele Schuldner stellten den Schuldendienst ein, sodass nach Angaben der MFIs der Anteil von Krediten im Verzug in ganz Indien Ende 2010 zwischen 20 und 25 Prozent lag. 19 Das Kreditportfolio des Branchenprimus SKS schrumpfte von 960 Millionen Dollar Ende 2009 auf 328 Millionen Ende 2011. Investoren verloren ihr Vertrauen in die indische Mikrofinanz, wie der Rückgang des Börsenkurses von SKS auf nur ein Zwanzigstel seines Höchstwerts belegt. Ob der Sektor eine Zukunft hat, ist ungewiss, denn bis dato sind weder die Kunden noch das Vertrauen zurückgekehrt.

Die Klagen der Mikrofinanzindustrie, die Krise sei eine politische Verschwörung gegen sie und die Regierung blase Einzelfälle von "schwarzen Schafen" auf, um politisches Kapital zu schlagen, sind scheinheilig. Weder hat die Industrie je einzelne Übeltäter benannt und aus ihren Reihen ausgeschlossen – was Experten zufolge die Annahme nahe legt, die "schwarzen Schafe" seien die Branchenführer selbst gewesen (Arunachalam 2011, S. 180ff.) - noch lässt sich das hausgemachte Überschuldungsproblem leugnen. So hatten im Sommer 2010 84 Prozent aller Haushalte<sup>20</sup> in Andhra Pradesh zwei Kredite oder mehr, und über die Hälfte mehr als drei. Die Überschuldung wurde durch die Vergabe immer neuer Kredite ("rolling over") überlagert, was dem Sektor bis zur Krise den trügerischen Anschein von fast hundertprozentiger Rückzahlung verlieh. Es ist naheliegend, dass die indische Mikrofinanzindustrie ihren eigenen Untergang tatsächlich nicht verstehen kann, da sie die Regeln der finanzialisierten Mikrofinanz genauestens befolgte: Nachfrage bedienen, Wachstum anstreben, Investoren anlocken, Effizienz erzielen, hart konkurrieren, Profite erzielen, effizienter werden, weiterwachsen, und so fort. Doch waren es genau diese Faktoren, die die Krise produzierten.

Statt einer Mikrofinanz, die zum Spielball der Politik wurde, ist daher das Bild einer Finanzindustrie zu zeichnen, die gerade durch ihre vermeintlichen Erfolge ihr eigener Totengräber (und der ihrer Kunden) wurde. So war die "Nachfrage", auf die die MFIs reagierten, meist nicht unternehmerischen Chancen zu verdanken, son-

<sup>18</sup> Noch im selben Jahr hatte sich die deutsche Allianz damit gebrüstet, die von ihnen ausgestellten Policen brächten zusätzlichen Schutz für arme Kunden.

<sup>19</sup> In Wahrheit dürfte die Quote noch höher gelegen haben.

<sup>20</sup> Ob reich oder arm, Unternehmer oder nicht, usw.

dern der Chancenlosigkeit und Verzweiflung der KreditnehmerInnen insbesondere im neoliberalen Vorreiterland Andhra Pradesh. Ein Großteil der darauffolgenden Nachfrage galt nur der Refinanzierung von bestehenden Krediten. Konkurrenz und Kapitalschwemme waren keine marktbereinigenden Kräfte, sondern Verstärker der Anreize, stets großzügiger zu verleihen, interne Kontrollen auszuhöhlen, und letztendlich die Kunden in Schuldenfallen zu treiben. Dass wie in Bolivien und Nicaragua die Schuld an der Krise auf politische Akteure abgewälzt wurde, statt hausgemachte Ursachen zu benennen, belegt den Mangel an Reflexion in der Mikrofinanz-community über die inhärente Instabilität finanzialisierter Antworten auf die Armut. Doch die Erfahrung mit der Mikrofinanz zeigt, dass soziale Probleme nicht mit Finanzprodukten bekämpft, sondern allenfalls zeitweise überlagert werden können, bis die Grenzen der Belastbarkeit erreicht werden.

#### 5. Fazit

Unter der Parole der "finanziellen Inklusion" werden Mikrokredite in Entwicklungsländern meist nicht mehr mit dem Ziel vergeben, Kleinunternehmen zu fördern. Vielmehr gilt der Zugang zu Finanzdienstleistungen inzwischen als universelles Mittel der Armutslinderung. Der Finanzmarkt wird zum Selbstzweck. Die darauf basierende Verflechtung der Mikrofinanz mit transnationalen Kapitalmärkten und profitorientierten Investoren stellt eine besondere Form der Finanzialisierung dar, in der gewisse Elemente des Phänomens klarer als sonst zu Tage treten. Erstens ist im Zusammenspiel wohlhabender Investoren mit armen Kreditnehmern der Verteilungseffekt sichtbarer da, wenngleich er nicht unbedingt den Investoren zugutekommt, doch zumindest eine nennenswerte Abschöpfung von Mehrarbeit von den Armen zugunsten des Finanzsystems stattfindet. Zweitens basiert die Mikrofinanz auf guten Absichten, die auf positiven Narrativen von "unternehmerischen Armen" und der Abschaffung der Armut durch den Finanzmarkt mobilisierend auf Geber und Anleger fußen. Dies offenbart die normativ-ideologische Komponente, die Finanzialisierungsprozessen oft zugrunde liegt. Drittens erinnern die häufigen Mikrofinanzkrisen daran, dass die Finanzialisierung auf einer instabilen materiellen Basis fußt, da sie soziale Probleme nie beheben, sondern nur auf unbestimmte Zeit stunden kann, bis diese sich in Krisen manifestieren.

#### Literatur

ACCION. 2012. Financial Inclusion Glossary. *Center for Financial Inclusion*. http://www.centerforfinancial inclusion.org/publications-a-resources/financial-inclusion-glossary/. Zugegriffen: 28. Oktober 2012.

- Aitken, R. 2010. Ambiguous Incorporations: Microfinance and global Governmentality. *Global Networks* 10 (2): 223-243.
- Akerlof, G., und R. Shiller. 2009. Animal Spirits. Princeton: Princeton University Press.
- Arunachalam, R. 2011. The Journey of Indian Micro-Finance: Lessons for the Future. Chennai: Aapti Publications. Bajde, D. 2013. 'Marketized' Philanthropy: Mapping Kiva's utopian Ideology of entrepreneurial Philanthropy. Marketing Theory. doi: 10.1177/1470593112467265.
- Bateman, M. 2010. Why doesn't Microfinance Work? London: Zed Books.
- Beck, S., und T. Ogden. 2007. Beware of Bad Microcredit. *Harvard Business Review September* 2007. http://hbr.org/2007/09/beware-of-bad-microcredit/ar/1. Zugegriffen: 27. Mai 2013.
- BMZ. 2009. Mikrofinanz vor neuen Herausforderungen. Berlin: Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung. http://www.bmz.de/de/presse/reden/minister\_niebel/ 2009/november/20091106\_rede.html. Zugegriffen: 28. Oktober 2012.
- Brau, J., und G. Woller. 2004. Microfinance: A Comprehensive Review of the Existing Literature. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures* 9 (1): 1-26.
- CGAP. 2004. CGAP Annual Report 2004. Washington, D.C.: Consultative Group to Assist the Poor.
- Chen, G, S. Rasmussen, und X. Reille. 2010. Growth and Vulnerabilities in Microfinance. *Consultative Group to Assist the Poor* CGAP Focus Note 61.
- Collins, D., J. Morduch, S. Rutherford, und O. Ruthven. 2009. Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day. Princeton: Princeton University Press.
- Damodaran, A. 2011. *The Data Page*. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\_Home\_Page/data.html. Zugegriffen: 20. Juni 2011.
- Dieckmann, R. 2007. Microfinance: An Emerging Investment Opportunity. *Deutsche Bank Research* Current Issues 19. Dezember 2007.
- Duvendack, M., R. Palmer-Jones, J. Copestake, L. Hooper, Y. Loke, und N. Rao. 2011. *Systematic Review: What is the Evidence of the Impact of Microfinance on the well-being of poor People?* London: University of London.
- El-Zoghbi, M., B. Gähwiler, and K. Lauer. 2011. Cross-border Funding of Microfinance. *Consultative Group to Assist the Poor* CGAP Focus Note 70.
- Epstein, G. 2005. Financialization and the World Economy. Northampton: Edward Elgar.
- Flannery, J. 2012. IONS Directory Profile: Jessica Flannery. *IONS Institute of Noetic Sciences*. http://www.noetic.org/directory/person/jessica-flannery/. Zugegriffen: 03. Mai 2012.
- GPFI. 2012. Why Financial Inclusion Matters. *Global Partnership for Financial Inclusion (G20)*. http://gpfi. org/our-work/briefs/why-financial-inclusion-matters. Zugegriffen: 28. Oktober 2012.
- Greek Government. 2010. Draft Budget 2011. http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/5f0f7a0b-1688-491a-978d-9a0aae48cbb9. Zugegriffen: 20 März 2012.
- Karim, L. 2011. Microfinance and its Discontents: Women in Debt in Bangladesh. Minneapolis: University of Minnesota Press.
- Klas, G. 2011. Die Mikrofinanz-Industrie: Die große Illusion oder das Geschäft mit der Armut. Berlin: Assoziation A. Lieberman, I., A. Anderson, Z. Grafe, B. Campbell, und D. Kopf. 2008. Microfinance and Capital Markets: The initial Listing/Public Offering of four leading Institutions. Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis 92: 31-80.
- Mader P. 2013. Rise and Fall of Microfinance in India: The Andhra Pradesh Crisis in Perspective. Strategic Change 22: 47-66.
- Maes, J., und L. Reed. 2012. State of the Microcredit Summit Campaign Report 2012. Washington, DC: Microcredit Summit Campaign.
- Microfinance Focus. 2011. 6 Microfinance Crises that the Sector does not want to Remember. http://www.micro-financefocus.com/6-microfinance-crises-sector-does-not-want-remember. Zugegriffen: 03. Mai 2012.

- Mixmarket. 2012. Financial Data and Social Performance Indicators for Microfinance. http://www.mixmarket.org/. Zugegriffen,: 22. April 2012.
- Mohan, R. 2010. Money for nothing. And Misery for free. *Tehelka* 7 (50). http://archive.tehelka.com/story\_main48.asp?filename=Ne181210Money\_for.asp. Zugegriffen: 03. Mai 2012.
- Morduch, J. 1999. The Role of Subsidies in Microfinance: Evidence from the Grameen Bank. Journal of Development Economics 60 (1): 229-248.
- Pachico, É. 2009. "No Pago" Confronts Microfinance in Nicaragua. New York City: NACLA. https://nacla.org/node/6180. Zugegriffen: 03. Mai 2012.
- Padilla, P. 2008. The Micro-Financing Institutions Are Politically Very Attractive. Envio Digital 325. http:// www.envio.org.ni/articulo/3856. Zugegriffen: 03. Mai 2012.
- Rhyne, E. 2001. Commercialization and Crisis in Bolivian Microfinance. In *Microenterprise Best Practices*. Bethesda: Development Alternatives.
- ——— 2004. Surviving the Crisis: Microfinance in Bolivia, 1999-2002. In *The Development of the Financial Sector in Southeast Europe: Innovative Approaches in Volatile Environments*, hrsg. I. Matthäus-Maier, und J. D. Von Pischke, 89-100. Heidelberg: Springer.
- Roodman, D., und J. Morduch. 2009. The Impact of Microcredit on the Poor in Bangladesh: Revisiting the Evidence. *Center for Global Development* Working Paper 174.
- Shanahan, C. 2007. IFC's Growth Strategy: Promoting the Private Sector to Meet World Bank Group Goals (Press Release). Washington, D.C.: International Finance Corporation.
- Strom, S., und V. Bajaj. 2010. Rich I.P.O. Brings Controversy to SKS Microfinance. *The New York Times* 29. Juli 2010.
- Turnell, S. 2005. The Rise and Fall of Cooperative Credit in Colonial Burma. Macquarie University Department of Economics Research Papers 0509.
- Vogelgesang, U. 2003. Microfinance in Times of Crisis: The Effects of Competition, Rising Indebtedness, and Economic Crisis on Repayment Behavior. *World Development* 31 (12): 2085-2114.
- Weber, H. 2004. The 'New Economy' and Social Risk: Banking on the Poor? *Review of International Political Economy* 11 (2): 356-386.
- Wolff, H. 1910. People's Banks: A Record of Social and Economic Success. London: P. S. King & Son.
- Yunus, M. 2003. Banker To The Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty. New York: PublicAffairs.
- 2011. Quotes by Professor Yunus. Yunus Centre. http://www.muhammadyunus.org/Quotes/. Zugegriffen: 02. Februar 2012.

## III. Die Expansion der Finanzialisierung

## Finanzialisierung und globale Peripherie

Joachim Becker

## 1. Einleitung

Die meisten Arbeiten zur Finanzialisierung konzentrieren sich implizit und teils auch explizit auf die Ökonomien des Zentrums. Dabei gibt es auch nennenswerte Finanzialisierungsprozesse in der Peripherie, die zum Verständnis des Gesamtphänomens beitragen könnten. Allerdings zeigen deren Entstehung, Formen, soziale Reichweite und Wirkungen durchaus Unterschiede zu Prozessen der Finanzialisierung im Zentrum auf. Das Ziel dieses Aufsatzes soll daher sein – vor allem unter Bezugnahme auf modifizierte regulations- und dependenztheoretische Ansätze – eine Konzeptionalisierung von Finanzialisierungsprozessen in peripheren Ökonomien zu entwickeln. In einem dependenztheoretisch geprägten Verständnis sollen hier jene Länder als peripher gekennzeichnet werden, die einen hohen Grad der Extraversion (vor allem der Importabhängigkeit) und/oder struktureller sozio-ökonomischer Heterogenität aufweisen (vgl. Evers 1977; Becker 2008a). Hierbei ist die Peripherie nicht als homogen zu verstehen. Vielmehr weisen ihre Akkumulationsregime, gesellschaftlichen Strukturen und Ausformungen der Staatlichkeit beträchtliche Variationen auf. Besonders stark ist die Einbindung in Finanzialisierungsprozesse vor allem in Ländern der Semi-Peripherie, die bereits eine relevante Industrialisierung aufweisen. Von daher wird der Finanzialisierung in der Semi-Peripherie in diesem Aufsatz besondere Aufmerksamkeit geschenkt.

## 2. Entstehung von Finanzialisierungszyklen

Giovanni Arrighi, der herausragende Beiträge zur Weltsystemtheorie leistete, hebt in seiner Monographie zum "langen zwanzigsten Jahrhundert" hervor, dass Zyklen der globalen Finanzialisierung immer dann entstanden, wenn die produktive Akkumulation ins Stocken geraten war (Arrighi 1994, S. 221). In einer solchen Konstellation ist das Kapital mit einer Konstellation konfrontiert, in der es nur sehr begrenzte, als ausreichend gewinnbringend eingeschätzte, Investitionsmöglichkeiten gibt. Zudem nimmt die ökonomische Unsicherheit zu. Daher ist dem Kapital an hochgradig li-

182 Joachim Becker

quiden Anlageformen gelegen (Arrighi 1994, S. 221). Finanzanlagen tragen dieser Anforderung Rechnung. Damit drängen gewichtige Kapitalgruppen auf eine Liberalisierung der Kapitalmärkte (vgl. z. B. Boyer et al. 2004). Die Liberalisierungspolitik bezieht sich in der Regel auch auf die Lockerung der Kontrollen im internationalen Kapitalverkehr (siehe den Beitrag von Stockhammer in diesem Band).

Das Kapital ist im Fall einer Blockade oder Erschöpfung der produktiven Akkumulation nicht nur auf der Suche nach neuen Anlageformen, sondern auch nach neuen Anlageregionen. Für die Anlage von Geldkapital, das aus den Zentrumsökonomien stammt, wird dann zunehmend auch die Semi-Peripherie interessant (Becker 2007a, S. 10f., 17). Einerseits werden Risikoerwägungen abgeschwächt, andererseits bieten semi-periphere Ökonomien im Regelfall höhere Zinsen, um angesichts eines als erhöht angesehenen Risikos Kapital im Land zu halten bzw. Auslandskapital anzuziehen. Historisch lassen sich zwei große Finanzialisierungszyklen identifizieren, in denen Kapital aus den Zentrumsökonomien massiv in semi-periphere Länder abfloss: Ende des 19./Anfang des 20. Jahrhunderts und seit den 1970er Jahren.

In den meisten Fällen ist der erleichterte Zugang zu Auslandskapital in den (semi-)peripheren Ökonomien durchaus willkommen. Denn Devisenmangel stellt eine typische (wenn auch nicht durchgängig relevante) Begrenzung der Akkumulationsprozesse in den peripheren Ökonomien dar (vgl. z. B. Ercan 2009, S. 35f.; Yılmaz 2011, S. 97), gerade auch aufgrund der meist geringen lokalen Produktion von Kapitalgütern und damit der entsprechenden Importabhängigkeit. Die Frage ist dann, wie mit dem zufließenden Kapital umgegangen wird. Einerseits ist es denkbar, dass es zur Stärkung der produktiven Akkumulation eingesetzt wird, beispielsweise zum Kauf von Maschinen für einen Industrialisierungsschub. In einem solchen Fall kommt es zu einer "verschuldeten Industrialisierung". Sofern die Industrialisierung nicht zu einer substanziellen Minderung der Importabhängigkeit oder der Exportstärke führt, wird allerdings der Devisenengpass bald wieder spürbar. Und dies aufgrund der gestiegenen Verschuldung und den damit verbundenen Belastungen für die Zahlungsbilanz umso stärker. Andererseits kann es sein, dass auch in den semi-peripheren Ökonomien der produktive Akkumulationsprozess in seiner bisherigen Form an innere ökonomische und/oder gesellschaftliche Grenzen stößt. Dann kann der starke Zufluss von Auslandskapital entweder bereits in Gang befindlichen Finanzialisierungsprozessen eine starke zusätzliche Dynamik verleihen oder diesen überhaupt erst den letzten Anstoß geben (vgl. Becker 2007a). Es kann zwar auch zu Finanzialisierungstendenzen ohne Anschub von Außen kommen, doch bewegen sich diese in der Regel wegen des begrenzten investierbaren Überschusses innerhalb relativ enger Grenzen (Becker 2007b, S. 154f.). Im Regelfall weist die Finanzialisierungsdynamik in der (Semi-)Peripherie eine starke Konditionierung durch das Zentrum auf, ohne jedoch bloßer Reflex der vom Zentrum ausgehenden Finanzialisierungsdynamik zu sein. Verändertes Veranlagungsverhalten von Finanzakteuren im Zentrum oder Veränderungen der Geldpolitik (z. B. plötzliche Zinserhöhungen) in den dominanten Ökonomien wirken sich in den abhängig finanzialisierten Ökonomien stark aus; bleiben die Finanzzuflüsse aus, kollabiert ihr Finanzialisierungsmodell.

Es gibt jedoch auch (semi-)periphere Ökonomien, in denen ein Überhang des investierbaren Überschusses über die produktiven Anlagemöglichkeiten ein sehr langfristiger struktureller Trend ist. Das gilt für relativ kleine, rohstoffproduzierende Länder mit sehr hohen Exporteinnahmen, beispielsweise für die ölexportierenden Golfmonarchien (Massarat 1993, S. 165ff.). In solchen Ländern suchen die dominanten Gruppen – sei es in Form privater Anlagen, sei es in Form von Staatsfonds – nach Anlagemöglichkeiten im Ausland. Über die Anlage von Geldkapital sind sie in Finanzialisierungsprozesse im Ausland, meist im Zentrum, partiell aber durchaus auch in der Peripherie, involviert. Diese exportorientierte Finanzialisierung ist allerdings für Ökonomien dieses Typs nur ein zweites Standbein der Akkumulation.

Einzelne Parallelen weist auch China in jüngerer Zeit zu dieser zweiten Konstellation auf. Die chinesische Ökonomie ist für ein Land dieser Größenordnung ungewöhnlich stark exportorientiert, allerdings mit einer Spezialisierung beim industriellen Export. Die chinesische Akkumulationsdynamik weist eine starke produktive Grundierung auf. Die Investitionsquote ist sehr hoch. Eine Niedriglohnpolitik hat einerseits den Export begünstigt, andererseits den Binnenmarkt stark limitiert. Die Deviseneinnahmen aus den hohen Exportüberschüssen sind zu einem relevanten Teil in Finanzialisierungsprozesse im Zentrum, vor allem in die USA, geflossen (vgl. Boris und Schmalz 2009). In dieser Tendenz zeichnen sich allerdings vermutlich bereits dauerhafte Verschiebungen in der internationalen Arbeitsteilung ab. Wie Boratav (2009, S. 10) aufzeigt, weist die US-Ökonomie inzwischen einige typische Charakteristika einer peripheren Ökonomie (strukturelle Abhängigkeiten beim Waren- und Kapitalexport) auf, während die chinesische Ökonomie Prägungen einer Zentrumsökonomie (hoher Industriewaren- und Kapitalexport) annimmt, dabei allerdings immer noch durch eine große sozio-ökonomische Heterogenität gekennzeichnet ist.

Mithin lassen sich unterschiedliche Entstehungsgründe und -konstellationen für Finanzialisierungsprozesse in der (Semi-)Peripherie identifizieren. Erkennbar sind relativ starke äußere Prägungen, ohne dass jedoch das Entstehen von Finanzialisierungstendenzen in der (Semi-)Peripherie als bloßer Reflex der Finanzialisierung in Zentrumsökonomien aufgefasst werden könnte. Sie werden auch durch die jeweili-

184 Joachim Becker

ge Form der Akkumulation, die Stellung in der internationalen Arbeitsteilung, aber auch die innergesellschaflichen Kräfteverhältnisse beeinflusst.

## 3. Formen der Finanzialisierung in der Peripherie

Finanzialisierung kann verschiedenen Formen annehmen. Zunächst stellt sich die Frage, ob Finanzialisierung von "fiktivem Kapital" (Marx 1979, S. 482 ff., 510) oder von zinstragendem Kapital getragen wird. Bei "fiktivem Kapital" handelt es sich um verschiedenste Formen von Wertpapieren, die einen Anspruch auf den produzierten Mehrwert – beispielsweise in Form von Dividenden oder Zinsen – verbriefen. Es geht also um Finanzaktiva. Auch Immobilien können teilweise den Charakter von Finanzaktiva annehmen, wenngleich sie auch selbst physisch präsent sind und einen Arbeitswert verkörpern. Das fiktive Kapital bildet einen zweiten Kapitalkreislauf heraus. Es bleibt allerdings grundsätzlich mit dem Kreislauf des produktiven Kapitals verbunden. Der Mehrwert, auf den die Finanztitel einen Anspruch verleihen, muss im Kreislauf des produktiven Kapitals produziert werden. Die beiden Kreisläufe sind nicht unabhängig. Sie stehen allein in einer gewissen Autonomie zueinander.

Kommt ein Finanzialisierungsprozess in Gang, strömt zunehmend Kapital in den Kreislauf des fiktiven Kapitals. Dies führt zu einer Steigerung der Preise von Finanzaktiva. Die im Finanzbereich aktiven Kapitalgruppen haben ein Interesse daran, dass dieser Zustrom anhält. Von daher drängen sie nicht allein auf Kapitalmarktliberalisierung, sondern auch auf die Einbeziehung immer weiterer Bereiche in diesen Kreislauf – beispielsweise über die Privatisierung der Alterssicherung durch die Einführung sogenannter kapitalgedeckter Pensionen bis hin zur Förderung des Handels mit Verschmutzungsrechten. Gewinne können gemacht werden, indem billiger gekauft als verkauft wird. Die Inflation bei Finanzaktiva ist eine zentrale Quelle der "Pseudo-Verwertung" (Aglietta 1982, S. 296) des fiktiven Kapitals. Inflation der Finanzaktiva ist ein zentrales Begleitphänomen dieser Form der Finanzialisierung (Lordon 2008, S. 97). Die steigenden Preise ziehen weitere Kapitalflüsse an (Aglietta 2008, S. 12), so dass es zunächst zu einem sich wechselseitig verstärkenden Prozess kommt. Die FinanzanlegerInnen revidieren ihre Erwartungen nach oben und finanzieren ihre Geschäfte mit Finanzaktiva zunehmend mit Krediten. Sie sehen hohe Preissteigerungen für Finanzaktiva als selbstverständlich an und blenden dabei grundlegende Unsicherheitsfaktoren sowie die diesem Modell inhärenten Instabilitäten aus (Aglietta et al. 2010, S. 134; Orléan 1999). Die Preise für Finanzaktiva steigen schneller als das allgemeine Preisniveau, das im Regelfall über eine restriktive Geld- und Lohnpolitik relativ stabil gehalten wird. Somit kommt es zu einer Zweiteilung des Preissystems (Foster und Magdoff 2009, S.

16). Gleichzeitig steigen die Preise für Finanzaktiva schneller als die Mehrwertmasse, so dass sich auch in diesem Bereich eine zunehmende Disproportion auftut (vgl. McNally 2009, S. 53). Wenn diese Disproportion wahrgenommen wird, bricht der Prozess der Pseudo-Verwertung ein. Die aufgestauten Probleme der Kapitalverwertung und Überakkumulation kommen offen zum Ausbruch.

Diese Form der Finanzialisierung hat für die meisten (semi-)peripheren Ökonomien – mit der gewichtigen Ausnahme des Immobiliensektors – eine relativ begrenzte direkte Bedeutung. Am bedeutsamsten sind für jene semi-peripheren Länder, die als Resultat ihrer britischen kolonialen Prägung auch die angelsächsische Orientierung auf den Kapitalmarkt geerbt haben (z. B. Südafrika) oder in der jüngsten neoliberalen Phase massiv die Alterssicherung privatisiert und Pensionsfonds zu zentralen Institutionen des Finanzsektors ausgebaut haben (z. B. Chile). Daneben gibt es eher exportorientierte Ausprägungen dieser Form der Finanzialisierung. So sind beispielsweise die Golfmonarchien über ihre Finanzanlagen eng mit dem Kreislauf des fiktiven Kapitals in den Zentrumsökonomien verbunden, gleiches gilt derzeit für China. Allerdings schlägt die Instabilität diese Kreislaufes einerseits über Kapitalzu- und -abflüsse auf die Semiperipherien durch, andererseits sind auch Rohstoffpreise in die Verwertung des fiktiven Kapitals eingebunden und ihre Instabilität wird in Phasen ausgeprägter Finanzialisierung noch erhöht (vgl. zu den jüngsten Entwicklungen UNCTAD und Arbeiterkammer Wien 2011).

Die zweite grundlegende Form der Finanzialisierung beruht auf Zinsen und Kredit. Diese Form der Finanzialisierung wird in den Zentrumsländern weniger diskutiert, ist aber gerade für (semi-)periphere Ökonomien von großer Bedeutung (Becker et al. 2010, S. 229; Güngen 2010). In (semi-)peripheren Ökonomien ist das Zinsniveau im Regelfall höher als in den Zentrumsökonomien, um aufgrund ungünstigerer Risikoeinschätzungen Kapital im Land zu halten bzw. Kapital aus dem Ausland anzuziehen (Becker et al. 2007, S. 49). Eine Politik der Inflationsbekämpfung gibt oftmals eine weitere Begründung für sehr hohe Zinssätze her. Damit ist die Zinspolitik der Zentralbank oft eine zentrale Stütze für diese Art der Finanzialisierung. Oft gibt es zudem eine sehr hohe Differenz zwischen Zinsen für Depositen und Kredite (Ono et al. 2005). Sind die Zinssätze extrem hoch, werden Kredite zur Finanzierung von Investitionen und Konsum kaum aufgenommen. Dies belässt dann den Staat als verbleibende Quelle der Verschuldung. Der Finanzialisierungsprozess wird aus dem Haushalt gespeist und ein weit disproportionaler Anteil der Staatsausgaben besteht aus Zinszahlungen – mit entsprechend negativen Folgen für alle anderen Ausgabenbereiche (vgl. Yeldan 2004, S. 114 ff.; Bruno 2008). Eine solche Finanzialisierung könnte also als budget- oder staatszentriert gekennzeichnet werden. Bei weniger prohibitiv hohen Zinsen kann der kreditbasierte Finanzi186 Joachim Becker

alisierungsprozess sich auch stark auf die Expansion von privaten Krediten – von Haushalten und/oder Unternehmen – beziehen. Auch eine solche Kreditexpansion kann staatlich gefördert werden – beispielsweise durch Privatisierung sozialer Dienste, die dann oft nur über Verschuldung finanziert werden können (z. B. hohe Schul-/Studiengebühren) oder über Förderungen privaten Wohneigentums. Speziell Immobilienkredite stellen in Ländern der Semiperipherie in Finanzialisierungsphasen ein wichtiges Segment des Kreditgeschäftes dar.

Oft wird die Finanzialisierung in der Semi-Peripherie durch starke Kapitalzuflüsse aus den Zentrumsländern, wo es überschüssige Liquidität gibt, befeuert. Sowohl in- als auch ausländische Finanzinstitute und AnlegerInnen nutzen hierbei das Zinsdifferenzial zwischen der semi-peripheren Ökonomie und den Zentrumsökonomien. Geld wird in den Zentrumsökonomien zu relativ günstigen Zinsen aufgenommen und zu höheren Zinsen im semi-peripheren Land weiter verliehen. Eine solche Karussell-Finanzierung setzt allerdings stabile Wechselkurse bzw. eine aufwertende periphere Währung voraus. Daher zeichnen sich Länder mit einer abhängigen Finanzialisierung oft durch entsprechend rigide Wechselkursregime und eine Hochzinspolitik aus.

Es ist nicht ungewöhnlich, dass die Finanzialisierung zum Teil in einer Fremdwährung erfolgt (vgl. Salama 1989; Becker 2007c). Das Vertrauen der einheimischen Bevölkerung in die nationale Währung kann durch vorhergehende Phasen hoher Inflation erschüttert sein. Daher werden Geldanlagen in Fremdwährung bevorzugt. "Die Aufgabe der Funktion als Wertaufbewahrungsmittel ... dient als Sprungbrett, die auch die anderen Funktionen der nationalen Währung in Frage stellt" (Salama 1989, S. 20). Bei bestimmten Zahlungen, z. B. großen Anschaffungen, Hauskauf, Mietzahlungen, wird die nationale Währung durch Fremdwährungen – in Lateinamerika oft den US-Dollar, in Osteuropa erst die Deutsche Mark, dann den Euro - ersetzt. Auch Kredite werden aus einer solchen Logik dann zunehmend in Fremdwährungen vergeben. Finanzieren die Banken die Expansion der inländischen Kreditvergabe durch Kreditaufnahme im Ausland, haben sie ein manifestes Interesse daran, ihre Inlandskredite in Fremdwährung zu vergeben. Sie wälzen so das Wechselkursrisiko auf die KreditnehmerInnen ab. Diesen werden wiederum niedrigere Zinsen als bei Krediten in nationaler Währung geboten. Durch diese Mechanismen wird die verschuldete Mittelschicht eng an das Wechselkursregime und die flankierende Wirtschaftspolitik gebunden. Im Fall einer Abwertung der nationalen Währung droht sie von der dann gestiegenen Last der Fremdwährungskredite erdrückt zu werden. Die Haupthürde für ein Ausbrechen aus dem Wirtschaftsmodell ist damit informeller Natur und gleichzeitig sehr hoch (vgl. Heymann und Kosacoff 2000, S. 17). Die Krisendynamik hat bei der kredit-basierten, auf Kapitalzuflüssen basierenden, Finanzialisierung primär die sich durch die Aufwertungstendenzen verschlechternde Leistungsbilanz zum Ausgangspunkt (vgl. Salama 1996; Becker 2007c).

Es gibt jedoch nicht nur die abhängige Finanzialisierung der (Semi-)Peripherie, sondern, in bestimmten Fällen, auch ihre Beteiligung über Kapitalexport an Finanzialisierungsprozessen im Ausland. Bislang erfolgte diese Involvierung vor allem über Kapitalanlagen in den Zentrumsökonomien. Die Golfmonarchien legen so seit den 1970er Jahren einen Teil der Ölrente in Finanzpapieren an (Masarrat 1993, S. 165ff.). China legt ähnlich – allerdings mit einer starken Akzentsetzung bei öffentlichen Schuldpapieren – seine hohen Deviseneinnahmen aus dem Exportüberschuss an (Boris und Schmalz 2009). Vor allem ostasiatische Länder reagierten auf ihre Finanzkrisen der 1990er Jahre, indem sie auf eine Politik der Währungsabwertung und die Erzielung von Exportüberschüssen setzten. Die entstehenden Devisenreserven wurden in den Zentrumsökonomien angelegt und sollten einen gewissen Schutz gegen spätere Krisen bilden (vgl. Aglietta und Berrebi 2007, S. 302; Boris und Schmalz 2009). Damit wurde zwar ein Puffer gegen plötzliche Kapitalabflüsse geschaffen, gleichzeitig wurde allerdings Kapital der produktiven Verwendung im Inland entzogen und es entstand eine neue Verwundbarkeit gegenüber einem Preisverfall bei Finanzaktiva bzw. Währungsabwertungen in den Zentrumsökonomien.

Es stellt sich allerdings nicht nur die Frage nach der räumlichen Orientierung der Finanzialisierungsprozesse, die sich in der (Semi-)Peripherie in der Regel durch eine erhebliche Extraversion auszeichnet, sondern auch nach deren sozialen Reichweite (siehe Erturk et al. 2008, S. 27). Traditionellerweise waren in Finanzialisierungsprozesse fast ausschließlich das Bürgertum und die oberen Mittelschichten eingebunden. Eine solche Finanzialisierung könnte als "elitär" gekennzeichnet werden (Becker et al. 2010, S. 230). Ein Kennzeichen der Finanzialisierung in den Zentrumsländern war in den letzten Jahrzehnten die zunehmende Einbeziehung von Lohnabhängigen über die Privatisierung der Alterssicherung und über private Verschuldung (vgl. vor allem Lapavitsas 2009; sowie Mertens und Meyer-Eppler in diesem Band). Mit einer derartigen Reichweite lässt sich Finanzialisierung dann durchaus als "massenbasiert" charakterisieren (Becker et al. 2010, S. 230). Analoge Prozesse lassen sich in den letzten 35 Jahren auch für semi-periphere Länder konstatieren. Mit maßgeblicher Unterstützung der Weltbank ist in zahlreichen Ländern der Semi-Peripherie die Alterssicherung (teil-)privatisiert worden (Jäger et al. 2001, S. 26, 29ff.; Müller 2001). Die Lohnabhängigen werden durch einem solchen Systemwechsel der Sozialversicherung zwangsweise in den Kreislauf des fiktiven Kapitals eingebunden. Ihre Interessen als Lohnabhängige, die auf hohe Löhne und gute Arbeitsbedingungen gerichtet sind, stehen im Widerspruch zu ihren Interessen als (gezwungene) KapitalanlegerInnen, die auf hohe Renditen orientiert sind.

188 Joachim Becker

Das Versprechen hoher Renditen erweist sich oft als illusionär. Die Alterssicherung wird sehr direkt anfällig gegenüber Finanzkrisen und belastet die Staatshaushalte aufgrund der notwendigen Übergangsfinanzierung für das alte Pensionssystem zeitweise stark. Daher haben einzelne semi-periphere Länder (z. B. Argentinien und Ungarn) die Privatisierung der Alterssicherung im Gefolge von Krisen wieder rückgängig gemacht oder zumindest stark zurückgefahren (vgl. Schneider 2012, S. 24).

Auch die Verschuldung der Privathaushalte hat in zahlreichen semi-peripheren Ländern in den letzten drei Jahrzehnten phasenweise sehr stark zugenommen. Vor allem hochwertige Konsumgüter und Immobilien wurden auf Kredit gekauft. Breite Gruppen von Lohnabhängigen mussten in dieser Periode zumindest zeitweise Realeinkommenseinbußen hinnehmen. Dieser Kaufkraftverlust wurde durch Kredite nur scheinbar kompensiert. Das Konsumversprechen der neo-liberalen Politik der Finanzialisierungsphase war vielfach nur auf Kredit einlösbar. Der Zugang zu Kreditkarten erhielt nicht nur eine praktische Bedeutung, sondern wurde als Statussymbol auch Ausdruck sozialer Klassifizierung und Abgrenzung (vgl. v. a. Moulian 1997). Semi-periphere und noch stärker periphere Gesellschaften zeichnen sich dadurch aus, dass sie sozialstrukturell heterogener sind als die Gesellschaften des Zentrums und die städtische Marginalbevölkerung sowie ländliche Arme einen erheblichen Teil der Bevölkerung stellen. Selbst für diese Bevölkerungsgruppen wurden in den letzten Jahrzehnte Finanzialisierungsstrategien entwickelt (siehe den Beitrag von Mader in diesem Band). Mikro-Kredite sind auf diese gesellschaftlichen Sektoren fokussiert und hierbei noch einmal speziell auf Frauen. Programmatisch sollen die KreditnehmerInnen derartiger Programme zu KleinstunternehmerInnen aufgebaut werden. Auf jeden Fall werden sie verstärkt in Geldkreisläufe eingebunden. Die Mikro-Kreditprogramme haben dabei im Laufe der Jahre einen verstärkten kommerziellen Zuschnitt erhalten (Klas 2011).

## 4. Finanzialisierung und der Staat

Damit Finanzialisierung ein prägender Zug der Akkumulation in Staaten der (Semi-)Peripherie werden kann, muss die Regulation (im Sinne der Regulationstheorie) verändert werden. Dies bedeutet einerseits die graduelle Transformation gesellschaftlicher Normen (z. B. im Hinblick auf Verschuldung), andererseits die Veränderung staatlicher Politik. Hierbei streben einheimische wie ausländische Kapitalinteressen, die eng mit der Finanzialisierung verbunden sind, nicht nur eine Veränderung der Muster der staatlichen Wirtschaftspolitik, sondern auch der institutionellen Formen der wirtschaftspolitischen Entscheidungsfindung an. Sie setzen also auf eine Veränderung der "strategischen Selektivität" (Jessop 2002, S. 40) des

Staates. Banken, Pensionsfonds, Versicherungs- und Immobilienkonzernen geht es hierbei nicht alleine um die Abschirmung von Zentren der wirtschaftspolitischen Entscheidungsfindung gegenüber Druck von unten, beispielsweise von Gewerkschaften oder Linksparteien, sondern auch um die dauerhafte politische Schwächung von Kapitalfraktionen, die in einigen wirtschaftspolitischen Kernfragen im Konflikt mit den Finanzinteressen stehen. Beim jüngsten Finanzialisierungszyklus in der Semi-Peripherie spitzten sich diese Konflikte vor allem an den Fragen der Wechselkurs- und Zinspolitik zu. Überbewertete Währungen und Hochzinspolitik waren zwar im Interesse der mit einer abhängigen Finanzialisierung verbundenen Kapitalfraktionen, für Teile des Industriekapitals aufgrund der verbilligten Auslandskonkurrenz und der sehr teuren Kreditfinanzierung jedoch sehr nachteilig (vgl. z. B. Gültekin-Karakaş 2007, S. 286). Stärker als in den Zentrumsländern greifen in diese Konflikte externe politische Akteure ein. Einerseits sind Interessen des Auslandskapitals, beispielsweise über ihre Präsenz in Unternehmerverbänden, in die innere politische Szene eingebunden (Cardoso und Faletto 1976, S. 218), andererseits kommt es in wechselnden Formen zu äußeren politischen Interventionen. Im 19. und frühen 20. Jahrhundert intervenierten westliche Regierungen oftmals direkt im Interesse "ihrer" Banken, vor allem bei Verschuldungskrisen. Heute werden die Interessen des Finanzsektors in der (Semi-)Peripherie oftmals von internationalen Finanzinstitutionen – unter Federführung des Internationalen Währungsfonds (IWF) – zur Geltung gebracht. Bei sogenannten "strukturellen Reformen" des Finanzsektors, inklusive der Zentralbank, wirkt der IWF vielfach als "Katalysator" (Gültekin-Karakaş 2007, S. 279).

In Phasen der abhängigen Finanzialisierung waren und sind die Finanzinteressen vor allem bestrebt, eine enge institutionelle Bindung an die Leitwährungen des Zentrums vorzunehmen (Fiori 1999, S. 68f., 72, 78f.; Fritz 2002). Der fixe Wechselkurs gilt als Geschäftsgrundlage für die Sicherung von Kapitalzuflüssen. Für die Stabilisierung eines solchen Arrangements sind verschiedene institutionelle Varianten denkbar. Eine besonders einschränkende ist die Schaffung eines Currency Boards, bei dem nicht nur der Wechselkurs fixiert, sondern auch die inländische Geldversorgung an den Devisenbestand gebunden wird. Die Spielräume für die inländische Geldpolitik sind in einem solchen Fall auf Null reduziert. Die Zinspolitik wird dann allein darauf ausgerichtet, die zur Stabilisierung des Wechselkurses und der Geldversorgung notwendigen Kapitalzuflüsse zu generieren.

Hier wird bereits die zweite Stoßrichtung der institutionellen Reformen deutlich: die Abschottung wirtschaftspolitischer Entscheidungszentren von Einflüssen demokratisch gewählter Institutionen, konkurrierender Kapitalfraktionen und Druck von unten. Im aktuellen Finanzialisierungszyklus dienten diesem Zweck vor

190 Joachim Becker

allem die Durchsetzung von Konzepten einer "unabhängigen Zentralbank" und die Einrichtung "unabhängiger Regulierungsbehörden" im Finanzbereich (vgl. z. B. Bayramoğlu 2005, S. 335ff.; Şener 2008; Gültekin-Karakaş 2007). "Unabhängig" heißt in diesem Kontext unabhängig von demokratischer Kontrolle. In den letzten drei Jahrzehnten ist in vielen Ländern der Semi-Peripherie die Form der Sozialstaatlichkeit – im Interesse von Finanzkonzernen – drastisch verändert worden (vgl. Jäger et al. 2001). Beim Staat verblieben Formen minimaler Restversorgung, die vor allem auf die ärmsten Bevölkerungsgruppen ausgerichtet sind sowie die Aufsicht über die privatisierte Pensions-, Krankenversicherung etc. für die Mittelschicht und stärker abgesicherte Sektoren der Arbeiterschaft. Auch diese erfolgte in die Regel über sogenannte unabhängige Aufsichtsbehörden. Die lokale Staatlichkeit wurde in den letzten drei Jahrzehnten vielfach auf die Förderung von Immobilieninteressen ausgerichtet, entsprechend strukturierten viele Stadtverwaltungen ihre Stadtplanung um (vgl. Vainer 2000). Mithin ist die Restrukturierung des Staates nicht notwendigerweise auf den Nationalstaat beschränkt.

Der um den Finanzsektor gruppierte Machtblock bemüht sich allerdings auch um die Schaffung einiger konsensorientierter, auf eine zumindest begrenzte Hegemonie gerichteter, Politikelemente. Im jüngsten Finanzialisierungszyklus bestanden diese einerseits in der Reduktion von oft zuvor extrem hoher Inflation, andererseits im kreditunterfütterten Konsumversprechen, das vor allem an die Mittelschichten adressiert ist (vgl. Becker und Jäger 2005, S. 95, 100f.).

Die Stabilität dieser Arrangements hängt bei abhängiger Finanzialisierung allerdings sehr stark an Kapitalzuflüssen. Bleiben diese aus, geraten auch die institutionellen Arrangements gewaltig unter Druck. In solchen Krisenkonstellationen kann es nicht nur zur Neuausrichtung der Muster der Kapitalakkumulation, sondern auch zu einer erneuten Transformation des Staates kommen (vgl. Becker 2008b).

## 5. Folgen der Finanzialisierung für Wirtschaftsentwicklung und Verteilung in der Peripherie

In der auf die Zentren fokussierten Literatur mit ihrer starken Akzentsetzung auf Finanzialisierungsprozesse, bei denen das fiktive Kapital im Vordergrund steht, wird vor allem auf die zunehmende Kurzfristigkeit des Anlageverhaltens, die Orientierung auf eine Erhöhung des Börsenpreises von Unternehmen und damit einhergehend auf Fusionen sowie stark steigende Renditeerwartungen abgehoben (vgl. z. B. Boyer 1999, S. 60ff.; Lordon 2000; Stockhammer 2008, S. 216). Diese Faktoren wirken sich ungünstig auf die produktive Akkumulation aus. Demgegenüber können von einem kreditfinanzierten Konsum sowie gesteigerter Bautätigkeit auf Pump

vorübergehende Wachstumsimpulse ausgehen (vgl. z. B. Salama 2012, S. 59f.). Derartige Wirkungen sind auch in der Semi-Peripherie feststellbar. Doch haben andere Wirkungsketten tendenziell eine größere Bedeutung.

Finanzialisierungstendenzen im Zentrum führen in der Regel zu verstärkten Kapitalflüssen in die Semi-Peripherie. Dort lösen sie tendenziell einen Aufwertungsprozess der Währungen aus. Stoßen sie in semi-peripheren Ländern einen Prozess der abhängigen Finanzialisierung an, sind die dortigen Regierungen bestrebt, eine überbewertete Währung beizubehalten. Die Überbewertung verbilligt Importe. Hierdurch werden partielle De-Industrialisierungsprozesse ausgelöst oder verstärkt. Nationale Wertschöpfungsketten werden im Regelfall kürzer. Wird der Binnenkonsum durch Ausweitung der KonsumentInnenkredite stimuliert, so wird weniger die einheimische Produktion als der Import angeheizt (vgl. Araújo et al. 2012; Becker 2008b). Damit fällt die stimulierende Wirkung von kreditfinanziertem Konsum in der Semi-Peripherie tendenziell schwächer als in Zentrumsökonomien aus. Ist die Finanzialisierung in der Peripherie auf Hochzinspolitik gegründet, so hat dies spezifische Wirkungen. Einerseits erschweren extrem hohe Zinsen die Investitionstätigkeit von Unternehmen und verlangsamen so das Wirtschaftswachstum (vgl. Faria 2007, S. 98), andererseits belasten sie das Staatsbudget sehr stark und beschränken massiv die Spielräume für Wirtschafts- und Sozialpolitik (vgl. z. B. Yeldan 2004, S. 118ff.; Bresser-Pereira 2005, S. 129ff.). Insgesamt überwiegen tendenziell die bremsenden Wirkungen auf die produktive Akkumulation.

Gleichzeitig verstärkt Finanzialisierung Tendenzen der Einkommenskonzentration. Von den Preissteigerungen von Finanzaktiva profitieren primär das Bürgertum und die gehobenen Mittelschichten. Auch die Erträge aus hohen Zinsen (beispielsweise von Staatsanleihen) fließen in der Semi-Peripherie nur einer kleinen Minderheit aus dem Bürgertum und der oberen Mittelschicht zu. Gleichzeitig machen die Rentiereinkommen in manchen Ländern der Semi-Peripherie einen extrem hohen Anteil am Gesamteinkommen aus. So beziffern etwa Berechnungen von Bruno (2006, S. 18, Abbildung 8) für Brasilien für das Jahr 2003/2004 den Anteil der Rentiereinkommen auf ca. 30 Prozent. Aber auch die Verteilung der Lohneinkommen differenziert sich aus - speziell im Bereich der Mittelschichten. Inflation bei Finanzaktiva und Immobilienpreise, ggf. auch der große Unterschied zwischen Kredit- und Depositenzinsen, ermöglichen im Finanz- und Immobiliensektor relativ hohe und durchaus auch steigende Löhne. Aufgrund der restriktiven Budgetpolitik und hohen Zinsbelastung des Staatshaushalts geraten hingegen Löhne und Beschäftigung im öffentlichen Dienst unter Druck. Damit hat sich die Mittelschicht in vielen Ländern mit ausgeprägter Finanzialisierung in den letzten drei Jahrzehnten polarisiert (vgl. zum Fall Argentinien Svampa 2005, S. 129ff.). Partielle De-In192 Joachim Becker

dustrialisierung hat eine dämpfende Wirkung auf Beschäftigung und Löhne im industriellen Bereich.

Durch starke Finanzialisierungstendenzen geprägte Akkumulation zeichnet sich in der (Semi-)Peripherie nicht nur durch bremsende Wirkungen auf die produktive Akkumulation und hohe Einkommenskonzentration, sondern auch durch spezifische Formen der Instabilität aus. In Ländern mit hoher Abhängigkeit vom Rohstoffexport verstärkt Rohstoffspekulation die Preisvolatilität bei den wichtigsten Exportgütern, was sehr direkt auf das Wirtschaftswachstum durchschlägt (vgl. z. B. UNCTAD und Arbeiterkammer Wien 2011). Vermittelter ist der Zusammenhang zwischen den Finanzialisierungsprozessen im Zentrum und der Instabilität in der Peripherie bei Modellen der abhängigen Finanzialisierung, die stark von Kapitalzuflüssen aus den Zentrumsökonomien abhängig sind. Die Kapitalzuflüsse in die Peripherie führen dort tendenziell zu einer Aufwertung der Währung. Wird die abhängige Finanzialisierung zur dominanten Akkumulationsstrategie, stützen die Regierungen durch ihre Wirtschaftspolitik - vor allem durch eine Politik relativ hoher Zinsen und durch Unternehmensprivatsierungen zugunsten des Auslandskapitals – diese Tendenz weiter ab. Die Währungsaufwertung schwächt die einheimische Industrie und führt zu einem Importsog. Die Handels- und Leistungsbilanz verschlechtern sich. Damit werden noch höhere Kapitalzuflüsse notwendig, um das Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Diese ziehen steigende Zinszahlungen und Gewinnrepatriierungen nach sich, die ihrerseits die Leistungsbilanz weiter verschlechtern. Damit ist dieses Modell in sich widersprüchlich. An einem bestimmten Punkt wird den KapitalanlegerInnen deutlich, dass die Leistungsbilanzdefizite und die Auslandsverschuldung ein nicht mehr tragfähiges Ausmaß angenommen haben. Die Kapitalflüsse drehen sich um und das Modell der abhängigen Finanzialisierung kippt (vgl. z. B. Salama 1996; Becker 2007c). Faktoren wie offen ausbrechende Überakkumulationskrisen mit einem Platzen von Spekulationsblasen oder aber auch Veränderungen zentraler wirtschaftspolitischer Parameter in den Zentrumsökonomien (vor allem Zinserhöhungen), können allerdings die Krisendynamik beschleunigen. Im Unterschied zu den Zentrumsökonomien läuft die Krisendynamik in den Ländern der (Semi-)Peripherie meist über Formen der Zahlungsbilanz-/ Wechselkurskrise (vgl. Yaman-Öztürk und Ercan 2009, S. 64). Dieser Krisencharakter hängt mit der abhängigen Extraversion der meisten (semi-)peripheren Ökonomien und der damit verbundenen strukturellen Importabhängigkeit zusammen.

Ist die abhängige Finanzialisierung mit einer bedeutsamen inländischen Verschuldung in Fremdwährung – also Dollarisierung oder Euroisierung – verbunden, weitet sich die Währungskrise rasch zu einer Bankenkrise aus. Denn eine Währungsabwertung verteuert die Tilgungen und Zinszahlungen – in einheimischer Wäh-

rung berechnet – stark. Die DevisenschuldnerInnen kommen bei der Bedienung ihrer Schulden in die Klemme. Dies schlägt auf die Banken durch. Gleichzeitig kann eine Zentralbank nur in einheimischer Währung wirksam als *lender of last resort* bei der Stützung der Banken auftreten. Mithin verschärfen Dollarisierungs- und Euroisierungsprozesse die Krisendynamik deutlich (vgl. z. B. Becker 2007c; 2010).

#### 6. Fazit

Krisen können Wendepunkte darstellen. Zunächst einmal macht es einen Unterschied, ob die Krisen globalen oder einen räumlich begrenzten Charakter haben. Im Gefolge der Krise von 1929 kam die Finanzialisierung in semi-peripheren Ökonomien zu einem Ende. In der aktuellen Krise ist die Entwertung des "fiktiven Kapitals" noch nicht an einen Punkt gekommen, an dem das Platzen der Preisblasen den Überhang an Liquidität beseitigt hätte. Damit suchen FinanzanlegerInnen aus dem Zentrum nach wie vor Anlagemöglichkeiten zumindest in bestimmten Ländern der Semi-Peripherie. Allerdings haben regionale bzw. nationale Krisen abhängiger Finanzialisierung in manchen Ländern die Kräftekonstellation so verändert, dass es in den letzten Jahren zumindest zu einer teilweisen Abkehr von stark finanzialisierten Akkumulationsmodellen gekommen ist. Es hängt von der Stellung des jeweiligen Landes in der internationalen Arbeitsteilung, dem Grad an äußerer politischer Autonomie des Staates und den innergesellschaftlichen Konflikten ab, ob bzw. inwieweit Krisen den Weg für Prozesse der De-Finanzialisierung öffnen.

#### Literatur

Aglietta, M. 1982. Régulation et crises du capitalisme. L'expérience des États-Unis, 2. Aufl. Paris: Calmann-Lévy. Aglietta, M. 2008. La crise. Comment est-on arrivé là ? Paris: Michalon.

Alietta, M., und L. Berrebi. 2007. Désordres dans le capitalisme mondial. Paris: Odile Jacob.

Aglietta, M., S. Khanniche, und S. Rigot. 2010. Les hedge funds. Entrepreneurs ou requins de la finance? Paris: Perrin.

Araújo, E., M. Bruno, D. Pimentel. 2012. Financialization against Industrialization: A Regulationist Approach of the Brazilian Paradox. Revue de la régulation 11 (1). http://regulation.revues.org/9604 Zugegriffen 14. Dezember 2012.

Arrighi, G. 1994. The Long Twentieth Century. Money, Power, and the Origins of Our Times. London: Verso. Bayramoğlu, S. 2005. Yonetişim Zihniyeti. Türkiye'de Üst Kurullar ve Siyasal İktidarın Dönüşümü. İstanbul: İletişim.

194 Joachim Becker

Becker, J. 2007a. El endeudamiento externo de América Latina: un resumen histórico. In *El golpe del capital. Las crisis financieras en el Cono Sur y sus salidas*, hrgs. J. Becker, 9-33. Montevideo: Coscoroba.

- Becker, J. 2007b. Uruguay: Una historia de estancamiento productive y de crisis financieras. In *El golpe del capital*. *Las crisis financieras en el Cono Sur y sus salidas*, hrsg. J. Becker, 153-169. Montevideo: Coscoroba.
- Becker, J. 2007c. Dollarisation in Latin America and Euroisation in Eastern Europe: Parallels and Differences. In *Dollarization, Eurozation and Financial Instability. Central and Eastern European Countries between Stagnation and Financial Crisis?* hrsg. J. Becker, und R. Weissenbacher, 223-278. Marburg: Metropolis.
- Becker, J. 2008a. Der kapitalistische Staat in der Peripherie: polit-ökonomische Perspektiven. *Journal für Entwicklungspolitik* 24 (2): 10-32.
- Becker, J. 2008b. Zyklen von Finanzialisierung, Krise und Exportorientierung. Argentinien, Brasilien und Uruguay. In *Asienkrise: Lektionen gelernt? Finanzmärkte und Entwicklung*, hrsg. K. Küblböck, und C. Staritz, 159-174. Hamburg: VSA.
- Becker, J. 2010. Krisenmuster und Anti-Krisen-Politiken in Osteuropa. Wirtschaft und Gesellschaft 36 (4): 519-542.
- Becker, J., K. Imhof, J. Jäger, und C. Staritz 2007. Einleitung: Variationen kapitalistischer Entwicklung. In Kapitalistische Entwicklung in Nord und Süd. Handel, Geld, Arbeit, Staat, hrsg. J. Becker, K. Imhof, J. Jäger, und C. Staritz, 7-62. Wien: Mandelbaum.
- Becker, J., und J. Jäger. 2005. Geld und Legitimität. Monetäre Strategien in Argentinien, Uruguay und Brasilien. In *Lateinamerika: Verfall neoliberaler Hegemonie?* hrsg. D. Boris, S. Schmalz, und A. Tittor, 87-111. Hamburg: VSA.
- Becker, J., J Jäger, J., B. Leubolt, und R. Weissenbacher 2010. Peripheral Financialisation and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition and Change* 14 (3-4): 225-247.
- Boratav, K. 2009. Uluslararası Krizin Düşündürdükleri: Ankara Üniversitesi, 2009-2010 Öğrenim Yıl Açılış Dersi. *Praksis* 21: 9-16.
- Boris, D., und S. Schmalz. 2009. Eine Krise des Übergangs: Machtverschiebungen in der Weltwirtschaft. PROKLA 39 (4): 625-643.
- Boyer, R. 1999. Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: Le point sur quelques recherches régulationnistes. L'Année de la régulation 3: 13-75.
- Boyer, R., M. Dehove, und D. Plihon. 2004. Les crises financières. Paris: La documentation française.
- Bresser-Pereira, L. C. 2005. Macroeconomia da estagnação. Crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós 1994. São Paulo: Editora 34.
- Bruno, M. 2006. Rentier share, financeirização e acumulação de capital produtivo no Brasil pós-liberalização. Uma analise empírica das restrições macroeconômicas ao crescimento sustentado. *XI Encontro de Economia Política* Vitória, 13-16 de Junho, 2006
- Bruno, M. 2008. Régulation et croissance économique au Brésil après la libéralisation: un régime d'accumlation bloqué par la finance. *Revue de la régulation*, Nr. 3/4. http://regulation.revues.org/index4103.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Cardoso, F. H., und E. Faletto. 1976. Abhängigkeit und Entwicklung in Lateinamerika. Frankfurt: Suhrkamp. Ercan, F. 2009. Sermayeyi Haritalandırmaya Yönelik Kavramsal Düzenekler. Praksis 19: 9-53.
- Erturk, I., J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2008. General Introduction: Financialization, Coupon Pool and Conjuncture. In *Financialization at Work. Key Texts and Commentary*, hrsg. I. Erturk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams, 1-43. London: Routledge.
- Evers, T. 1977. Bürgerliche Herrschaft in der Dritten Welt. Zur Theorie des Staates in ökonomisch unterentwickelten Gesellschaftsformationen. Köln: EVA.
- Faria, L. 2007. Crisis financiera, estabilización y estancamiento en Brasil. In El golpe del capital. Las crisis financieras en el Cono Sur y sus salidas, hrsg. J. Becker, 89-107. Montevideo: Coscoroba.
- Fiori, J. L. 1999. Estados, moedas e desenvolvimento. In Estados e moedas no desenvolvimento das nações, hrsg. J. L. Fiori, 49-85. Petrópolis: Vozes.
- Foster, J. B., und F. Magdoff. 2009. *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*. New York: Monthly Review Press.
- Fritz, B. 2002. Entwicklung durch wechselkurs-basierte Stabilisierung? Der Fall Brasilien. Marburg: Metropolis.

- Gültekin-Karakaş, D. 2007. Türkiye'nin Yapısal Dönüşüm Sürecinde Banka Reformu. In *Türkiye'de Ka-*pitalizmin Güncel Sorunları, hrsg. F. Ercan, T. Tora, S. Paçaçı, M. S. Tümtaş, und Ö. Teczek, 269313. Ankara: Dipnot.
- Güngen, A. R. 2010. Finansallaşma: Sorumlu bir Kavram ve Verimli bir Araştırma Gündem. *Praksis* 22: 85-108. Heymann, D., und B. Kosacoff. 2000. Introducción: Comentarios generales sobre el compartamiento de la economía y temas abiertas al finalizar los noventa. In *La Argentina de los noventa*. *Desempeño económico en un contexto de reformas*, Tomo I, hrsg. D. Heymann, und B. Kosacoff, 9-36. Buenos Aires: Eudeba.
- Jäger, J., G. Melinz, und S. Zimmermann. 2001. Sozialpolitik in der Peripherie. Zugänge und Entwicklungen aus globaler Sicht. In Sozialpolitik in der Peripherie. Entwicklungsmuster und Wandel in Lateinamerika, Afrika, Asien und Osteuropa, hrsg. J. Jäger, G. Melinz, und S. Zimmermann, 9-36. Frankfurt: Brandes & Apsel.
- Jessop, B. 2002. The Future of the Capitalist State. Cambridge: Polity.
- Klas, G. 2011. Die Mikrofinanz-Industrie. Die große Illusion oder das Geschäft mit der Armut. Berlin: Assoziation A.
- Lapavitsas, C. 2009. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. Historical Materialism 17 (2): 114-148.
- Lordon, F. 2000. La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale". *L'Année de la régulation* 4: 117-168.
- Lordon, F. 2008. Jusq'à quand? Pour en finir avec les crises financières. Paris: Raisons d'agir.
- Marx, K. 1979. Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Bd 3. MEW 25. Berlin: Dietz.
- Massarat, M. 1993. Endlichkeit der Natur und Überfluß in der Marktökonomie: Schritte zum Gleichgewicht. Marburg: Metropolis.
- McNally, D. 2009. From Financial Crisis to World Slump: Accumulation, Financialisation and the Global Slowdown. *Historical Materialism* 17 (2): 35-83.
- Moulian, T. 1997. Chile actual. Anatomía de un mito, 9. Aufl. Santiago de Chile: Lom.
- Müller, K. 2001. Die neue Rentenorthodoxie in Lateinamerika und Östeuropa. In Sozialpolitik in der Peripherie. Entwicklungsmuster und Wandel in Lateinamerika, Afrika, Asien und Osteuropa, hrsg. J. Jäger, G. Melinz, und S. Zimmermann, 239-255. Frankfurt: Brandes & Apsel.
- Ono, F. H., G. J. C. da Silva, J. L. Oreiro, und L. F. de Paula. 2005. Spread bancário no Brasil: determinantes e proposisões de política. In *Novo-desenvolvimentismo. Um projeto nacional de crescimenti com eqüidade social*, hrsg. J. Sicsú, L. f. de Paula, und R. Michel, 347-378. Barueri: Manole/Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.
- Salama, P. 1989. La dollarisation. Essai sur la monnaie, l'industrialisation et l'endettement des pays sous-développés. Paris: La découverte.
- Salama, P. 1996. La financiarisation excluante: les leçons des économies latino-américaines. In *La mondia-lisation financière. Genèse, coût e enjeux*, hrsg. F. Chesnais, 213-249. Paris: La découverte.
- Salama, P. 2012. Propuestas y respuestas sobre la crisis mundial. Nueva Sociedad 237: 50-64.
- Schneider, O. 2012. Kradmá ruka státu. Evropské vlády sahají na soukromé penzijní fondy. *Respekt* 19: 24. Stockhammer, E. 2008. Financialization and the Slowdown of Accumulation. In *Financialization at Work. Key Texts and Commentary*, hrsg. I. Erturk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams, 209-222. London: Routledge.
- Svampa, M. 2005. La sociedad excluyente. La Argentina bajo el signo del neoliberalismo. Buenos Aires: Taurus. Şener, U. 2008. Die Neoliberalisierung der Geldpolitik. Der monetäre Policy-Mix der Türkei nach der Krise 2001. In Perspektiven auf die Türkei. Ökonomische und gesellschaftliche (Dis)Kontinuitäten im Kontext der Europäisierung, hrsg. İ. Ataç, B. Küçük und U. Şener, 183-206. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- UNCTAD und Arbeiterkammer Wien. 2011. Price Formation in Financialised Commodity Markets: the Role of Information. New York: UNCTAD.
- Vainer, C. B. 2000. Patria, empresa e mercado. Notas sobre a estratégia discursiva do Planejamento Estratégico Urbano. In A cidade do pensamento único. Desmanchando consensos, 2. Aufl. hrsg. O. Arantes, C. Vainer, und E. Maricato, 75-103. Petrópolis: Vozes.

196 Joachim Becker

Yaman Öztürk, M., und F. Ercan. 2009. 1979 Krizinden 2000 Krizine Türkiye'de Sermaye Süreci ve Yaşanan dünüşümler. *Praksis* 19: 55-93.

- Yeldan, E. 2004. Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi. Bölüşüm,birikim ve büyüme. 10. Aufl., Istanbul: İletişim.
- Yılmaz, K. R. 2011. Türkiye'de kapitalizmin gelişme süreci ve krizler: tarihsel bir bakış. İktisat dergisi 519: 95-109.

# "The new enclosures".

# Zur Finanzialisierung von Land und Agrarwirtschaft

Stefan Ouma

#### 1. Einleitung

Die "Agrarfrage", also die Frage, in welcher Beziehung die innere Struktur der Landwirtschaft zu (globalen) kapitalistischen Transformationsprozessen steht, ist beinahe so alt wie Debatten über "den Kapitalismus" selbst. Während sich diesbezüglich in der vielfach dynamisierten Landwirtschaft des 21. Jahrhunderts zahlreiche Anknüpfungspunkte finden ließen, muss diese im Hinblick auf gegenwärtige globale Einhegungen ("enclosures") neu gestellt werden (White et al. 2012). Seit einigen Jahren zeichnet sich ein globaler Megatrend ab, der seit einem einschlägigen Bericht der Nichtregierungsorganisation Grain (2008) als "Land Grabbing" bezeichnet wird. Der Begriff beschreibt eine spezifische Raumpraxis, nämlich den großflächigen und langfristigen Zugriff auf Agrarland durch Investmentfonds, Investmentbanken, Agrarkonzerne, reiche Einzelunternehmer und Staaten mit dem Ziel, dort Nahrungsmittel, Holzkulturen oder Agrarkraftstoffe anzubauen oder im Namen des Klimaschutzes ("carbon offsetting", Ausweisung von CO<sub>2</sub>-Senken) in Konservierungsprojekte zu investieren. Während Finanzinvestoren, Einzelunternehmer und Agrarkonzerne renditeorientiert und/oder mit spekulativem Interesse Agrarland und/oder Anteile an Agrobusiness-Unternehmen erwerben, so investieren im Zuge der globalen Nahrungsmittelpreiskrise 2007/8 Staaten aus Nordafrika (z. B. Libyen, Ägypten), dem Nahen Osten (z. B. Katar) und Asien (z. B. Südkorea, China) über private und (halb-) staatliche Unternehmen sowie Staatsfonds (sovereign wealth funds, SWFs) weltweit in Offshore-Landwirtschaft, um das "nationale Wohl" zu sichern. Motor dieser Entwicklung ist vor allem die Furcht, dass bei steigenden Nahrungsmittelpreisen sowie den gegebenen globalen Angebots- und Nachfrageverhältnissen, Produktionsbedingungen und demographischen Trends, die nationale Versorgungssicherheit nicht mehr gewährleistet werden kann.

Die Effekte des neuen globalen Ansturms auf Agrarland sind beeindruckend. Nach Angaben der Weltbank wurde zwischen Oktober 2008 und August 2009 etwa die eineinhalbfache Fläche Deutschlands an Agrarland von verschiedenen Investoren

erworben (Deininger et al. 2011, S. 51). Das Gros der Transaktionen entfiel dabei auf Afrika, der Rest auf Teile Amerikas, Osteuropas, Asiens und Australiens, auch wenn es durchaus Landerwerb in westeuropäischen Staaten gab. Kapitalismus- und GlobalisierungskritikerInnen verurteilen den globalen Ansturm auf Agrarland scharf. Sie verweisen auf die potenzielle Enteignung und Ausgrenzung von Millionen von Menschen im Globalen Süden im Zuge der Privatisierung von Land und Grundwasser sowie die zu erwartende Nahrungsmittelknappheit und ökologische Degradation durch eine industrielle und exportorientierte Landwirtschaft. Die Bühne des Spektakels sind dabei insbesondere in Afrika Staaten, die oftmals selbst nicht nahrungsmittelsouverän sind (z. B. Äthiopien, Mali).

Dieser globale Megatrend führte seit 2008 zu einer wahren Explosion von Zeitungsberichten, Studien und wissenschaftlichen Artikeln. Während die Debatte durch unterschiedliche diskursive Aufladungen geprägt<sup>1</sup> und mit vielen Unsicherheiten behaftet ist (Ouma 2012), deren Diskussion den Rahmen dieses Beitrags sprengen würde, so erscheint es gewiss, dass Finanzkapital und Finanzakteure zentrale Transmissionsriemen beim globalen Ansturm auf Agrarland sind, und zwar auch bei solchen Prozessen (z. B. Investitionen in Agrarkraftstoffe und Klimaschutzprojekte), die auf den ersten Blick als relativ unabhängig von diesen erscheinen. Dementsprechend empfiehlt es sich stärker als bisher den globalen Ansturm auf Agrarland durch eine Perspektive zu betrachten, die nicht nur Anleger, Finanzkapital und Finanzakteure empirisch stärker ins Zentrum des Interesses stellt, sondern auch die generelle Finanzialisierung von Land und Agrarwirtschaft. Während zu den vielfältigen und multiskalaren Prozessen der Finanzialisierung von Ökonomie, Politik und Gesellschaft bereits zahlreiche Arbeiten aus der heterodoxen Ökonomie, der Wirtschaftssoziologie und der Politikwissenschaft vorliegen, zeigt gerade die Finanzialisierung von Agrarland/-wirtschaft die Grenzen gegenwärtiger Konzepte und Perspektiven auf.

Der Aufbau dieses Beitrags ist wie folgt: zunächst skizziere ich, wie Agrarland/wirtschaft im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise an Finanzmärkten zur neuen Anlageklasse erkoren wurde. Im Anschluss werde ich zentrale Akteure, Investitionsvehikel und Anlagefelder der finanzmarktgetriebenen Landnahme diskutieren. Abschließend argumentiere ich, dass es notwendig ist, die Finanzialisierungsdebatte um vier Perspektiven zu erweitern, um die finanzmarktgetriebene Landnahme konzeptionell und empirisch fassen zu können. Dabei wird explizit ein wirtschaftsgeographischer Zugriff verfolgt, der unterschiedliche konzeptionelle Perspektiven aufgreift, die entweder am Gegenstand von Finanzmärkten oder der Inwertsetzung neuer Ressourcen entwickelt wurden, bisher aber weitgehend unverbunden bleiben.

<sup>1</sup> Je nach Perspektive wird die neue Landnahme als land grabbing (negativ), foreign direct investment in land (positiv) oder large scale land acquisitions (neutral) bezeichnet.

Eine relationale wirtschaftsgeographische Perspektive begreift Finanzialisierung als inhärent räumlichen Prozess, der in materiell, sozial und politisch verwobene Praktiken eingebettet ist und neue Geographien ungleicher Entwicklung produziert (Pike und Pollard 2010; French et al. 2011).

Im Rahmen dieses Beitrags wird deutlich, dass im Kontext der Kapitalisierung von Agrarland/-wirtschaft etablierte Definitionen von Finanzialisierung überdacht werden müssen. Wenn AutorInnen den Prozess der Finanzialisierung als "the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of domestic and international economies" (Epstein 2005, S. 3) oder als "pattern of accumulation through which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production" (Krippner 2005, S. 174) definieren, dann greift dies sicherlich zu kurz: Erstere Definition vernachlässigt die spezifischen Formen der Wertproduktion und Akkumulation, die durch Finanzialisierungsprozesse mobilisiert werden; letztere verkennt, dass insbesondere bei der Finanzialisierung von Land und Agrarwirtschaft Akkumulation gerade über den Handel und die Produktion von Nahrungsmitteln realisiert wird. Im Folgenden verstehe ich unter Finanzialisierung die zunehmende Überführung von erwarteten Preisentwicklungen von liquiden und illiquiden Anlagen (z. B. Unternehmensanteile, private und staatliche Schulden, Währungen, commodities, Immobilien und Land) in eine objektivierte, kalkulierbare, verfügungsrechtlich gerahmte und stabile Gestalt, um diese als Ware renditeorientiert auf Finanzmärkten handelbar zu machen. Ferner ziehe ich den Begriff der "neuen Landnahme" dem des "land grabbing" vor, da sich letzterer vor allem auf rechtlich oder ethisch problematische Aneignungen im engeren Sinne bezieht (Anseeuw et al. 2012, S. 4), ersterer aber vor allem einen generischen kriseninduzierten Ansturm auf Agrarland beschreibt. Der Begriff der neuen Landnahme bezieht sich dabei sowohl auf die direkte Aneignung von Agrarland durch Investoren als auch auf Investitionen in Unternehmen, die in der Primärproduktion von Agrargütern tätig sind und dazu Agrarland benötigen.

### 2. Things matter! Land/-wirtschaft als alternative Asset-Klasse

2009 wartete der Economist mit einer bezeichnenden Schlagzeile auf: "No matter how bad things get, people still need to eat" (The Economist 2009). Diese Feststellung bezog sich auf eine spektakuläre Neuausrichtung einer krisengeschüttelten "Finanzwelt", die sich in turbulenten Zeiten nach neuen stabilen Anlageformen sehnte. Während Finanzakteure ab 2002 verstärkt in *soft commodities* investierten, zunehmend exotische Anlageformen schufen (z. B. Commodity Index Funds) und damit

auch zur Nahrungsmittelpreiskrise 2007/8 beitrugen (Clapp 2011, S. 140ff.), so ließen Investitionen² in die Landwirtschaft auf weitaus stabilere Einkommen hoffen. In einer Post-Subprime-Finanzwelt, die durch wirtschaftliche Unsicherheit (nicht nur aufgrund der schlechten Konjunktur, sondern auch aufgrund intransparenter bzw. komplexer Geschäftspraktiken von Finanzakteuren), Preisvolatilitäten bei Mainstream-Assets, Inflationssorgen und durch geringe Renditen auf Spareinkommen gekennzeichnet ist, suchten Investoren nach Asset-Klassen mit folgenden Charakteristika: Anlageformen, deren Kapitalwachstum durch solide grundlegende Trends unterstützt wird; tangible Anlageformen, die einen robusten Kapitalwert aufweisen; einfache, sichere Investments, die mit direkten Eigentumsrechten bezüglich der zugrundeliegenden Anlageformen einhergehen; Anlageformen, die ein steuereffizientes Einkommen garantieren, das zudem Verluste bei risiko- aber auch renditearmen Spareinlagen ausgleicht; Anlageformen, deren Dynamik wenig oder nicht mit der genrellen Performance von Finanzmärkten korreliert (Garner und Brittain 2012).

Agrarland und -wirtschaft erschienen in dieser Hinsicht als ideale Anlageformen. Zunächst versprechen eine weiter steigende Weltbevölkerung,³ wirtschaftliches Wachstum und veränderte Konsummuster in zahlreichen "emerging markets" sowie sich verknappende fossile Energieträger eine steigende Nachfrage nach Nahrungs-/Futtermitteln und Agrarkraftstoffen⁴ (McMichael 2012). Das gängige Investorennarrativ ist dabei, dass diese stetigen Trends – bei einer gleichzeitig begrenzten Flächenverfügbarkeit, stagnierenden bis sinkenden Produktivitätszuwächsen und klimawandelbedingten Ertragsschwankungen – Agrarland/-wirtschaft nicht nur zu einer stabilen Einkommensquelle machten, sondern mittel- bis langfristig mit einer Kapitalaufwertung einhergingen. Damit sei diese Anlageklasse Kapitalproduzent – in Form von Bodenrenten oder durch direkte Produktionseinkünfte – und Kapitalspeicher zugleich, deren Wert zudem eine relativ niedrige Korrelation mit den Wer-

<sup>2</sup> Hier ist aber mitunter besser von "Finanzplatzierungen" als von Investitionen im klassischen Sinne zu sprechen. Zeller (2010: 105f.) meint hierzu: "Platzierungen entsprechen dem Erwerb von Anteils- oder Schuldrechten, der entweder aus Ersparnissen oder aus den Verkaufserlösen von anderen Vermögenswerten finanziert wird. Investitionen bezeichnen hingegen ausschließlich den Einsatz finanzieller Ressourcen zur Schaffung von Kapitalgütern. Robinson folgend können wir die Stellung der finanziellen Investoren als die von Rentiers bezeichnen."

<sup>3 2050</sup> wird die Welt schätzungsweise mehr als 70 % der jetzigen Nahrungsmittelproduktion brauchen (Deininger et al. 2011).

<sup>4</sup> Die Niederländische Environment Assessment Agency schätzt, dass 20–30 Millionen Hektar Land benötigt werden, um das EU-Ziel zu erreichen, bis 2020 10 Prozent des Transportraftstoffs aus Agrartreibstoffen zu gewinnen. Schätzungsweise 60 Prozent davon müssten importiert werden (Anseeuw et al. 2012: 26), vor allem wohl aus dem Globalen Süden.

ten anderer Hauptanlageklassen (*small stocks*, Bonds oder REITs) aufweise<sup>5</sup> (Black Sea Farming 2012, S. 10). Darüber hinaus sei Agrarland/-wirtschaft als Asset-Klasse beständig gegenüber Inflationsverlusten. Aus der Sicht von Finanzakteuren unterscheiden diese Qualitäten "grüne" Anlageklassen von Edelmetallen wie Gold, die zwar gut Kapital speichern, aber kein Kapital produzieren würden. Diese Form der Kapitalisierung könne auch Verluste aus renditearmen Sparanlagen ausgleichen. Agrarbasierte Assets erhöhten zudem die Portfolioeffizienz und -diversität, und damit letztendlich die Krisenrobustheit von Anlagen. All dies, gepaart mit der vergleichsweise geringen Komplexität landbasierter Anlageinstrumente sowie den steuerlicher Vorteilen die viele Länder vor allem im Globalen Süden auf Investitionen in Land gewähren, haben Agrarland, Agrarunternehmen und ganze agrarische Wertschöpfungsketten zu neuen "grünen" Asset-Klassen werden lassen. Diese sind quasi "wie Gold, nur besser" (Meyer, zit. in Baxter 2010).

Seit 2008 sind Investitionen in solche Asset-Klassen stark angestiegen. Diese neuen "emerging markets" werden nicht nur institutionell, sondern auch diskursiv gerahmt: zahlreiche illustre Berichte für Anleger (vgl. z.B. DWS 2010; Black Sea Farming 2012; Garner und Brittain 2012) und mittlerweile mehrmals pro Jahr stattfindende große Investorenkonferenzen zeugen davon.

Nun sind Finanzinvestitionen in Agrarland an sich nichts Neues; vor allem in den USA wird Land Anlegern bereits seit den 1980ern als neue Asset-Klasse angeboten (Kaplan 1985). Was jedoch neu ist, sind die diskursive Rahmung, das quantitative Ausmaß sowie die regionalen Fokusse des finanzgetriebenen Ansturms auf Land, der historisch gesehen zudem in eine Zeit fällt, in der sich nicht nur Finanzmärkte in einer Stabilitätskrise befinden, sondern auch Nahrungsmittel- und Energiemärkte. Diese "Dreifachkrise" des Globalen Kapitalismus (McMichael 2012, S. 684) bildet den spezifischen politisch-ökonomischen und -ökologischen Kontext für die neue Landnahme; das Finanzkapital hat diesbezüglich eine zentrale Scharnierfunktion. Es nimmt in diesem diskursiven Setting nicht nur eine akkumulierende Rolle, sondern auch eine "kurative" ein – so zumindest der gängige Diskurs. Folgt man etwa den Argumenten von Investoren und neoliberalen Organisationen wie der Weltbank, so sollen "Investitionen in Land" erklärtermaßen zu "Win-Win-Situationen" führen. Staaten könnten sich so Investitionen in eine lang vernachlässigte Landwirtschaft sichern, die zudem mit Technologietransfer und anderen Trickle-

<sup>5</sup> Eine niedrige Korrelation mit den Werten anderer Assets begünstige diversifizierte Einkommensströme, so die gängige Argumentation in Finanzzirkeln.

Down-Effekten einhergingen, während gleichzeitig die Ertrags- und Energielücken dieser Welt geschlossen würden (Deininger et al. 2011).<sup>6</sup>

#### 3. Die Neue Landnahme in globaler Perspektive

Nachdem bisher eher abstrakt von Finanzkapital und -akteuren, die in Agrarland/wirtschaft investieren, gesprochen wurde, bietet dieser Abschnitt eine Detailaufnahme gegenwärtiger Akteure, Anlageklassen und Zielregionen von "grünen" Finanzmarktplatzierungen. Die gegenwärtige finanzmarktgetriebene Landnahme stellt die Forschung vor zahlreiche empirische Herausforderungen. Die oftmals medial als sehr fassbar vermittelte Raumpraxis des "Land Grabbing" erscheint bei genauerem Hinblick als Rhizom: Während aktuelle Statistiken trotz holpriger Datenlage den vermeintlich sichtbaren Teil bilden, verbirgt sich wohl unter der Oberfläche ein undurchsichtiges Netz an Akteuren, Praktiken und Prozessen (Ouma 2012). Von definitorischen Grenzziehungen hängt maßgeblich ab, welches Ausmaß man der kriseninduzierten Landnahme zuschreibt. Diese betreffen sowohl die Untersuchungseinheit als auch den Betrachtungszeitraum. Wie eingangs erwähnt, spricht die Weltbank von 56,6 Millionen Hektar, die zwischen 2008 und 2009 im Rahmen von großflächigen Landtransaktionen gehandelt wurden, wobei nur auf 21 Prozent der erworbenen Flächen auch tatsächlich produziert wurde (Deininger et al. 2011, S. 51). Die Datenbank Global Land Matrix, ein Projekt verschiedener internationaler Organisationen, ordnet dagegen die neue Landnahme in einen größeren historischen Kontext der Aneignung von Agrarland durch Kapital im Globalen Süden ein. Dementsprechend legt sie einen längeren Betrachtungszeitraum an (Anseeuw et al. 2012). Das jüngste Update der Land Matrix verweist darauf, dass zwischen 2000 und Juni 2013 weltweit 25,16 Millionen Hektar Agrarland von ausländischen Investoren erworben wurde, um dort Agrargüter anzubauen oder diese Flächen einer alternativen Nutzung zuzuführen (siehe übernächster Abschnitt). Diese Fläche wächst auf 29,67 Millionen Hektar an, wenn man Akquisitionen inländischer Investoren mit hinzurechnet (Land Matrix 2013).

Freilich ist umstritten, was als "großflächig" zählt. Einige Studien legen 200 Hektar zu Grunde (wie die Land Matrix), andere 1000, wieder andere gar 10000. Wie verlässlich sind die meist staatlichen Quellen und wie groß ist die Schattenwirt-

<sup>6</sup> Zentral ist beim gegenwärtigen "Investitionsdiskurs" der koloniale Topos des "ungenutzten Lands" (idlelmarginal land), der Flächen beschreibt, die angeblich in niemandes Besitz seien. Durch die Mobilisierung eurozentrischer Konzeptionen von Verfügungsrechten werden oftmals komplexe indigene Landnutzungssysteme simplifiziert; nur weil Flächen nicht aktiv bzw. nach kapitalistischen Vorstellungen genutzt werden, bedeutet dies nicht, dass keine lokalen verfügungsrechtlichen Ansprüche bestehen.

schaft in einem Feld, das oftmals durch intransparente Abmachungen zwischen Investoren, Regierungen und lokalen politischen Akteuren gekennzeichnet ist?

Die neuen Landwirte: Die neue Landnahme wird sowohl von staatlichen als auch privaten Akteuren vorangetrieben. Deren quantitatives Verhältnis ist jedoch nur sehr schwer zu bestimmen. Die staatlich forcierte Landnahme wird dabei über bilaterale Regierungsgeschäfte, SWFs sowie staatliche oder halbstaatliche Agrarunternehmen angetrieben (Cotula et al. 2009). Die finanzmarktbasierte Landnahme wird hingegen von institutionellen Investoren wie Private-Equity-Fonds, Mutual-Fonds, Pensionsfonds, Banken<sup>7</sup> und Hedgefonds sowie normalen börsennotierten Unternehmen forciert. Entsprechend ihrer Organisationsform und Renditeerwartung weisen diese Akteure unterschiedliche Finanzplatzierungsstrategien auf. Institutionelle Investoren haben zwischen 2007 und 2011 20 Milliarden US-Dollar in Farmland investiert, wobei hier jährliche Zuwachsraten von 4-5 Milliarden Dollar prognostiziert werden (HighQuest Partners 2011). Diese Akteure verfolgen dabei zwei spezifische Finanzplatzierungsstrategien (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1: Zwei Strategien der Finanzplatzierung im Kontext der neuen Landnahme

1 Agrarland (real estate) (low-risk)	2 Agrobusiness (high-risk)
Erwerb von Land und Verpachtung an einen Agrarbetrieb	Erwerb einer (Mehrheits-)Beteiligung in Agrar- unternehmen, um deren Wert zu erhöhen
∠ \  Kapitalaufwertung Pachteinkommen	
erwartete Erträge pro Jahr: 12-14 Prozent	erwartete Erträge pro Jahr: 20 Prozent +
Quelle: stark verändert. Davis 2011	

Private-Equity-Fonds sammeln große Geldbeträge von anderen institutionellen Investoren, Family Offices (Organisationen die Familienvermögen verwalten), reichen Einzelpersonen, Versicherungen und SWFs ein, um diese mit Eigenkapital anzureichern. Anschließend wird der Fonds geschlossen. Die Fondssumme wird in Agrarunternehmen mit Ziel einer Mehrheitsbeteiligung über einen Zeitraum von fünf bis sieben Jahren investiert. Abschließend werden die Profite zwischen den Fondspartnern aufgeteilt (Daniel 2012, S. 705). Private-Equity-Fonds wie *Emergent Asset Management* oder *Citadel Capital* haben seit einigen Jahren gewaltige Summen an Kapital in Land und Agrarunternehmen kanalisiert. Im September 2010 gab es über

<sup>7</sup> Investmentbanken haben auch direkt in Agrarland investiert, werden hier aber nicht weiter als eigene Investorengruppe thematisiert.

190 Private-Equity-Unternehmen, die global in "grüne Assets" investierten (Daniel 2012, S. 706).

SWFs und Pensionsfonds sind gewichtige Kapitalgeber für Private-Equity-Fonds. Letztere Investorengruppe, zu denen etwa Schwergewichte wie AP2 (Second Swedish National Pension Fund) gehören, bewegten 2011 23 Billionen US-Dollar. Davon waren schätzungsweise 100 Milliarden US-Dollar in Rohstoffe platziert und wiederum 5-10 Milliarden US-Dollar in "grüne Assets" (Grain 2011, S. 1). Für diese Investoren, die relativ konservative Anlageziele verfolgen und stetige Einkommensströme erwirtschaften müssen, um die in Prospekten festgehaltenen Renditen für Anleger zu erwirtschaften, stellen grüne Asset-Klassen eine ideale Anlageform dar.

Mutual-Fonds sind themen- oder regionsspezifische Fonds (Herre 2010). Im Bereich der Landwirtschaft investieren diese häufig wie *Allianz RCM Global Agricultural Trends* entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Ziel dabei ist: "maximizing efficiency at every stage of the food supply chain – from farm to fork" (DWS 2010, S. 7). Auch wenn die Fonds in der Landwirtschaft in vor- und nachgelagerte Bereiche investieren, so werden in vielen Fällen beträchtliche Summen in Unternehmen investiert, die direkt Land aufkaufen. Von den 3,4 Milliarden Euro, die 2009/2010 in Mutual-Fonds der Deutschen Bank investiert waren, gingen zum Beispiel 8,2 Prozent direkt an Unternehmen, die Land bewirtschafteten oder im großen Stil erwarben (Herre 2010, S. 9).

Es ist sicherlich schwierig Angaben über die Rolle von Hedgefonds bei der neuen Landnahme zu machen, weil diese in der Regel keine Publikumsfonds sind und z. T. klandestine Verflechtungsstrukturen aufweisen. Hedgefonds wie *Black Rock*, *Black Sea Agriculture Funds* oder George Soros' *Quantum Fund* haben viele Milliarden Euro in Agrarland und landwirtschaftliche Produktionskomplexe investiert.

Und schließlich finanzieren auch Kleinaktionäre die neue Landnahme, etwa wenn sie in börsennotierte Unternehmen wie *Black Earth Farming* investieren.

Die neuen Frontiers: Die neue Landnahme hat mehrere "Frontiers" und manifestiert sich regional in quantitativer und qualitativer Hinsicht sehr unterschiedlich. Die Landmatrix (eine Datenbank für Landdeals) weist u. a. die Nachfrage nach Nahrungsmitteln, Agrartreibstoffen, Holz,  $\mathrm{CO}_2$ -Senken im Rahmen des Kyoto-Protokolls (REDD+), Flächenkonvertierungen für industrielle Produktion (etwa in peri-urbanen Räumen des Globalen Südens), Tourismusprojekte und Spekulation als die Haupttriebkräfte aus.

Insgesamt wurde der Land Matrix nach zwischen 2000 und Juni 2013 mehr als die dreifache Fläche Portugals von ausländischen und inländischen Investoren für agrarbezogene Investments erworben. Zwar gehen nicht alle diese Landerwerbe auf Finanzinvestoren zurück, aber die Summen dürften gewaltig sein. Afrika ist

das bevorzugte Ziel für neue Landnahmen. Von den registrierten Deals in der Land Matrix entfallen 57,23 Prozent auf Afrika (16,99 Millionen Hektar); 8,27 Millionen Hektar werden für Asien registriert, 1,71 Millionen für die Amerikas und weitere 2,42 Millionen für Ozeanien und 281300 für Europa, insbesondere Osteuropa (Land Matrix 2013). Das subsaharische Afrika ist für Finanzplatzierer vor allem aufgrund (wahrgenommener) großer verfügbarer Flächen zu relativ günstigen Preisen besonders attraktiv (Deininger 2011).

Zudem sind im subsaharischen Afrika noch signifikante Ertragssprünge möglich, da hier die Differenzen zwischen gegebenem und möglichem Ertrag als besonders hoch erachtet werden (Deininger 2011). Zwar ist davon auszugehen, dass insbesondere eher konservative Anleger wie Pensionsfonds aufgrund der günstigeren strukturellen Bedingungen und Eigentumsregime eher in Land in Lateinamerika, Nordamerika, Osteuropa und Australien investieren, es gibt aber auch durchaus Finanzakteure, die bewusst in schwache Staaten einsteigen ("Katastrophenkapitalisten", vgl. Funk 2010). So kommt u. a. auch der Weltbankökonom Klaus Deininger zu folgendem Ergebnis: "regression analysis suggests that weak recognition of land rights at the country level was associated with higher levels of demand, even once other factors had been controlled for, a fact that raises significant concern" (Deininger 2011, S. 218).

Viele afrikanische Staaten erhoffen sich durch die gestiegene Nachfrage Investitionen in eine lange vernachlässigte Landwirtschaft, die nach dem Muster eines Trickle-Down-Prinzips mit Technologietransfers, Beschäftigungseffekten und Infrastrukturprojekten einhergehen könnten. Zahlreiche Finanzinvestoren propagieren diesen neo-modernisierungstheoretischen Diskurs selbst, welcher aber sowohl an den verfügbaren wissenschaftlichen Evidenzen (Li 2011; Anseeuw et al. 2012; Daniel 2012) als auch der Renditelogik finanzialisierter Wertschöpfungsketten scheitern muss.

# 4. Die neue Landnahme als Herausforderung für die Finanzialisierungsforschung

Die neue Landnahme fordert die Finanzialisierungsforschung heraus. Dies liegt zum einen daran, dass agrarbasierte Wertschöpfungsketten materielle, zeitliche und geographische Besonderheiten aufweisen, sodass eine Kapitalisierung agrarischer Assets nicht einfach mit der anderer Assets verglichen werden kann. Die Zähmung von Natur und ihre Transformation in auf Finanzmärkten handelbare Güter haben eine andere Qualität als die Verbriefung (securitization) von Subprime-Krediten oder die Kapitalbeteiligung an Unternehmen des sekundären Sektors. Zum anderen weist die gegenwärtige Finanzialisierungsliteratur einige Lücken auf, die insbesondere im

Licht der neuen Landnahme deutlich werden. Diese gilt es zu schließen. Daher plädiere ich die gegenwärtige Debatte um vier Perspektiven zu ergänzen, die über die neue Landnahme hinaus fruchtbare Forschungserkenntnisse zur Finanzialisierung von Ökonomie, Gesellschaft und Natur liefern können.

Grüne Finanzialisierung als spatio-temporal fix: Raum ist für die gegenwärtige Finanzialisierungsforschung abseits der Wirtschaftsgeographie lediglich Bühne oder Container, nicht aber inhärentes Element der Reproduktion des finanzialisierten Kapitalismus (French et al. 2011, S. 800). Dabei haben gerade Geographen wie David Harvey (2011, S. 5) und Neil Smith (2007) darauf hingewiesen, dass die periodischen Überakkumulationskrisen des (Finanz-)Kapitalismus räumlich und/oder zeitlich durch die Vergabe von Krediten, Spekulation, Investitionen in die bebaute Umwelt oder andere Formen von financial engineering bearbeitet werden (French et al. 2011, S. 812). Die neue Landnahme erscheint vor diesem Hintergrund nur als weiterer spatio-temporal fix in einem System, in dem es durch spezifische Regulationsmuster zu einer überdurchschnittlichen Zirkulation (beispielsweise durch den Aufstieg kapitalmarktgedeckter Pensionen) und Akkumulation (beispielsweise durch die geringen Steuersätze auf Kapitaleinkünfte in zahlreichen OECD-Ländern) von Kapital gekommen ist. Während Finanzakteure in der Vergangenheit stetig neue "Finanzinnovationen" entwickelten, um diese Überakkumulation räumlich oder zeitlich zu bearbeiten - man denke an die Entwicklung von Derivaten, Finanzplatzierungen in die bebaute Umwelt von Städten oder die Einbeziehung ärmerer Bevölkerungsgruppen in "Sub-Prime-Märkte" -, so erscheint die Finanzialisierung von Agrarland/wirtschaft nur als die jüngste Krisenbearbeitungsstrategie. Die neue Landnahme ist dabei im breiteren Kontext von Neoliberalisierung und der Kapitalisierung von Natur zu sehen, im Zuge derer Finanzakteure Renten aus der Verknappung, Inwertsetzung und Privatisierung von Natur (Smith 2007; Castree 2008; McMichael 2012) extrahieren. Die finanzmarktgetriebene Kommodifizierung von Wasser, CO<sub>2</sub>-Emssionsrechten und sogar des Wetters (Wetterderivate) sind Beispiele hierfür (Zeller 2010; Pike und Pollard 2011). Der rentierhafte Charakter des Finanzkapitalismus muss diesbezüglich besonders hervorgehoben werden; das gegenwärtige finanzdominierte Akkumulationsregime ist eben nicht nur durch spekulative Elemente gekennzeichnet, wie es oft postuliert wird; es zielt gerade auch auf die Erwirtschaftung stetiger Einkommensströme ab (Leyshon und Thrift 2007, S. 98), die erst Voraussetzung für spekulative Geschäfte sind. Diese Einsicht lässt auch die oft vorgenommene Unterscheidung zwischen "Finanzökonomie" und "Realökonomie" fragwürdig erscheinen (Hall 2012, S. 1f.; Pike und Pollard 2011, S. 34f.).

Grüne Finanzialisierung als Ausdehnung von Akkumulationsnetzwerken: Gerade aus einer wirtschaftsgeographischen Perspektive wird deutlich, dass sich raum-zeitli-

che Dynamiken von Finanzialisierungsprozessen nicht in einfache skalare oder sektorale Schemata einordnen lassen. Dies ist gerade deswegen bemerkenswert, da sich insbesondere die politikwissenschaftliche, heterodox-ökonomische und soziologische Literatur bevorzugt mit der Finanzialisierung nationaler Ökonomien, Sektoren oder Unternehmen beschäftigt hat (Krippner 2005; Epstein 2005; Heires und Nölke 2013). Dem monistischen Fokus auf Nationalstaaten, Sektoren und Unternehmen steht die Realität glokaler Vernetzung gegenüber. Die Einhegung und Produktion von Ressourcen kann im globalen Kapitalismus nicht durch einen methodischen Territorialismus oder Sektoralismus gefasst werden; die Frontiers der kriseninduzierten Landnahme müssen vielmehr als relationale Effekte heterogener Netzwerke gedacht werden (French et al. 2011, S. 809), die Agrarunternehmen, Regierungen, kleine und große Anleger, Intermediäre (z. B. Finanzmedien, Sell-side-Analysten) sowie lokale Bevölkerungsgruppen und -eliten umfassen. Durch solche Netzwerke werden lokale Autoritäten, Souveränitäten, Verfügungsrechte und Hegemonien der Vergangenheit durch neue Einhegungen, Besitzregime, und Territorialisierungen herausgefordert (Ouma 2012). Vor diesem Hintergrund geht es darum, ein Verständnis dafür zu entwickeln, wie solche Netzwerke entstehen, sich ausdehnen, stabilisiert und destabilisiert werden oder zusammenbrechen.

Von der Neoliberalisierung zur Vermarktlichung von Natur (und ihrer "Produkte"): Die "capitalization of almost everything" (Leyshon und Thrift 2007) wird häufig in den Kontext fortschreitender Neoliberalisierungsprozesse gestellt (Castree 2008; Zeller 2010). Dies ist zeitgeschichtlich sicherlich korrekt, hilft aber nur bedingt weiter, um die Inwertsetzung neuer Ressourcen wie eben Agrarland in einem globalisierten Finanzkapitalismus zu verstehen. Um nachvollziehen zu können, wie eine Bank illiquide Assets wie Anteile an einem produzierenden Agrobusiness-Unternehmen in Thailand in ein liquides und handelbares Gut übersetzt, ist es notwendig das Konzept der Finanzialisierung stärker an das Konzept der Vermarktlichung (marketization) rückzubinden. Während dieser Begriff in der Literatur oftmals die "Ausweitung von Marktmechanismen in zuvor nicht-marktlich koordinierten Bereichen von Wirtschaft und Gesellschaft" (Ebner, dieser Band; vgl. auch den Beitrag von Hiss) beschreibt, so hat er hier eine ganz spezifische Bedeutung: die Übersetzung von Natur und ihrer "Produkte" in eine objektivierte, kalkulierbare, entbettete, verfügungsrechtlich gerahmte und damit handelbare Gestalt (Çalışkan & Callon 2010: 3; Ouma et al. 2013, S. 8). Eine prozessorientierte und sozio-technisch geerdete Perspektive auf die Vermarktlichung von Natur und ihrer "Produkte" erlaubt es uns dabei, eine spezifische Qualität von Finanzialisierungsprozessen einzufangen, die in kritischen Abhandlungen zum Thema häufig kaum thematisiert wird:

"[T]he ability of finance to work through its new materiality, its new components, to code the world and thus draw it into ist centres of calculation, to make space and time malleable and thus amenable to calculative practices, and the consequences" (Pryke 2012, S. 1).

Finanzkapital als Substanz, Finanzkapital als Effekt: Besonders in der kritischen polit-ökonomischen Literatur zu Finanzialisierungsprozessen (z. B. Zeller 2010) verkommt Finanzkapital meist zur abstrakten Entität, die um den Globus zirkuliert und sich in ihrem grenzenlosen Renditestreben destruktiv auf Haushalte, Unternehmen, Regionen und Ökosysteme auswirkt. Dabei wird oft vernachlässigt, dass "Kapital" nicht bloß im Sinn eines Impact-Modells auf soziomaterielle Beziehungen einwirkt, sondern eben erst durch diese konstituiert wird (French et al. 2011, S. 801). Kapital ist – wie Geld generell – "a social relation, a symbolic system and a material reality" (Maurer 2006, S. 27, zitiert in Christophers 2011, S. 1020). Kapital ist ein Effekt diskursiver, materieller und sozialer Beziehungen zugleich und kann nicht einfach als gegeben angesehen werden. Kapital ist sozio-technische Arbeit. Dies trifft vor allem auf neue Grenzregionen des Kapitalismus zu, wo diese Arbeit neu organisiert werden muss (Ouma et al. 2014): Die Zähmung von Natur, die Organisation von Produktionsprozessen, die formale und reale Subsumption von Arbeitskraft, die Aneignung von Verfügungsrechten, die Einhegung von Widerstand und die Übersetzung von Natur und ihrer Derivate in Finanzprodukte sind integraler Bestanteil der Kapitalisierung des Agrarischen. Gerade im Rahmen emanzipatorischer Projekte ist es wichtig zu verstehen, wie die Kapitalisierung des Agrarischen voranschreitet. Hierzu müssen wir Kapital bzw. Geld als "Gott unter den Waren" (Marx 2008/1867, S. 132) defetischisieren, d. h. deren sozialen materiellen und räumlichen Pfaden nachspüren (Christophers 2011, S. 1069). Wenn etwa visualisierbar wäre, was letztendlich mit den Pensionseinlagen kalifornischer Lehrer oder niederländischer Staatsbediensteter passiert, dann ließe sich dies möglicherweise auch in eine progressive Politik übersetzen. Eine Reform des internationalen Finanzsystems sollte sich auch an der Einsicht orientieren, dass nicht Geld arbeitet, sondern Menschen und Maschinen, und die Natur die materielle Basis dieser Arbeit bildet.

#### 5. Fazit

Die neue Landnahme ist eine Antwort auf multiple Krisenerscheinungen des globalen Kapitalismus samt seiner dominierenden Konsumptions- und Akkumulationsmuster. Im Zuge der globalen Finanz-, Energie- und Klimakrise wird vor allem der Globale Süden zum Lieferanten für Nahrungsmittel, Agrarkraftstoffe und  ${\rm CO_2}$ -Senken. Während diese Entwicklung von einer Vielzahl von Akteuren vorangetrieben wird – Staaten und Staatsunternehmen, Agrobusiness-Unternehmen, Mineralölkon-

zerne, internationale Stiftungen etc. – so sind Finanzakteure doch treibende Kräfte hinter der neuen Landnahme. Diese rahmen natürliche Ressourcen und entsprechende Derivate als zu kapitalisierende Werte. Damit werden diese Teil eines Nahrungsund Energieregimes und letztendlich mutierten Akkumulationsregimes, das mit den grundlegenden Mechanismen des globalen Kapitalismus kompatibel ist, temporär aber die geographisch-ökologischen Grenzen kapitalistischen Wachstums neu zeichnet. An der neuen Landnahme zeigt sich in der ganzen Breite die Problematik der Kapitalisierung: die zunehmende Überführung von Natur sowie gesellschaftlicher und ökonomischer Bereiche in kalkulative Schemata und handelbare Güter im Zuge der Normalisierung einer "Renditegesellschaft" und spezifischer Finanzökologien.

#### Literatur

- Anseeuw, W., L. A. Wily, L. Cotula, und M. Taylor. 2012. Land Rights and the Rush for Land: Findings of the Global Commercial Pressures on Land. Rome: ILC.
- Baxter, J. 2010. Wie Gold, nur besser: Fette Dividenden aus Afrikas Böden. Le Monde Diplomatique 2010 (9089): 9-10.
- Black Earth Agriculture. 2012. About Black Earth Agriculture. http://blackearthfarming.com/. Zugegriffen: 14.Dezember 2012.
- Black Sea Farming. 2012. An Investor's Guide to Agricultural Opportunities in Today's Challenging Economic Climate. New York.
- BlackRock. 2009. BlackRock Agriculture Fund. http://www.blackrockinternational.com/content/groups/uksite/documents/literature/1111092430.pdf. Zugegriffen: 14.Dezember 2012.
- Çalışkan, K. und M. Callon 2010. Economization, Part 2: A Research Programme for the Study of Markets. *Economy and Society* 39 (1): 1–32.
- Castree, N. 2008. Neoliberalising Nature: Processes, Effects and Evaluations. Environment and Planning A 40 (1): 153-173.
- Christophers, B. 2011. Follow the Thing: Money. *Environment and Planning D* 29 (6): 1068-1084.
- Clapp, J. 2011. Food. Oxford: Polity Press.
  Cotula, L., S. Vermeulen, R. Leonard, und J. Keeley. 2009. Land Grab or Development Opportunity? London/ Rome: IIED/FAO/IFAD.
- Daniel, S. 2012. Situating Private Equity Capital in the Land Grab Debate. *Journal of Peasant Studies* 39 (3-4): 703-729.
- Davis, G. 2011. Farmland as an Asset Class: The Focus of Private Equity Firms in Africa. Paper presented at the International Conference on Global Land Grabbing. Brighton, UK, 11. Juli 2011.
- Deininger, K. 2011. Challenges posed by the New Wave of Farmland Investment. *Journal of Peasant Studies* 38 (2): 217–247.
- Deininger, K., D. Byerlee, J. Lindsay, A. Norton, H. Selod, und M. Stickler. 2011. *Rising Global Interest in Farmland: Can It Yield Sustainable and Equitable Benefits?* Washington: The World Bank.
- DWS. 2010. DWS Global Agribusiness Fund Investing in a Global Megatrend: The Business of Feeding the World. Frankfurt: Investments Deutsche Bank Group.

DWS. 2011. DWS Invest Global Agrobusiness. Fondsreporting. Frankfurt: Investments Deutsche Bank Group. Epstein, G. A. 2005. Introduction: The Financialization of the World Economy. In Financialization and the World Economy, hrsg. G. A. Epstein, 1-16. Cheltenham: Elgar.

- French, S., A. Leyshon, und T. Wainwright. 2011. Financializing Space, spacing Financialization. Progress in Human Geography 35 (6): 798-819.
- Funk, M. 2010. Meet the New Capitalists of Chaos. Rolling Stone 2010 (Mai): 58-65.
- Garner, D., und W. Brittain. 2012. Farmland as an Alternative Investment Asset Class. Fundamentals Characteristics Performance Opportunities Risks. DGC Asset Management. Northampton.
- Grain. 2008. SEIZED! The 2008 Land Grab for Food and Financial Security. GRAIN Briefing, October 2008. http://www.grain.org/article/entries/93-seized-the-2008-landgrab-for-food-and-financial-security. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Grain. 2011. Pension Funds. Key Players in the Global Farmland Grab FARMLAND GRAB. http://www.grain.org/articles/. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Hall, S. 2012. Geographies of Money and Finance III: Financial Circuits and the ,Real Economy'. Progress in Human Geography 37 (2): 285–292.
- Harvey, D. 2011. Roepke Lecture in Economic Geography: Crises, Geographic Disruptions and the Uneven Development of Political Responses. *Economic Geography* 87 (1): 1-22.
- Heires, M., und A. Nölke (2013; im Erscheinen): Finanzialisierung. In *Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie*, hrsg. J. Wullweber, M. Behrens und A. Graf. Wiesbaden: VS Verlag.
- Herre, R. 2010. German Investment Funds Involved in Land Grabbing. Köln: FIAN Deutschland. http://www.fian-deutschland.de/online/index.php?option=com\_remository&Itemid=160&func=fileinfo&id=406. Zugegriffen: 12. August 2013.
- HighQuest Partners. 2011. Farmland Institutional Investment May Rise \$4B-\$5B/Year. http://www.high-questpartners.com/news\_story.php?id=128. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Kaplan, H. M. 1985. Farmland as a Portfolio Investment. In Journal of Portfolio Management 11 (2): 73-7.
- Krippner, G. R. 2005. The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review 3* (2): 173-208. Land Matrix 2013. Agricultural Drivers. Zugegriffen: 12. August 2013.
- Leyshon, A., und N. Thrift. 2007. The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism. *Theory, Culture & Society* 24 (7-8): 97-115.
- Li, T. M. 2011. Centering Labor in the Land Grab Debate. Journal of Peasant Studies 38 (2): 281-298.
- Marx, K. 2008/1867. Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. 34. Aufl., unveränd. Nachdr. d. 11. Aufl., 1962. Berlin: Dietz.
- McMichael, P. 2012. The Land Grab and Corporate Food Regime Restructuring. *Journal of Peasant Studies* 39 (3-4): 681-701.
- Ouma, S. 2014. Assembling Export Markets. The Making and Unmaking of Global Market Connections in West Africa. Chicester: Wiley (in Bearbeitung).
- Ouma, S. 2012. Land Grabbing. In *Ortsregister. Raumbegriffe der Gegenwart*, hrsg. N. Marquart, und V. Schreiber. Bielefeld: Transcript.
- Ouma, S., M. Boeckler, und P. Lindner. 2013. Extending the Margins of Marketization: Frontier Regions and the Making of Agro-export Markets in Northern Ghana. *Geoforum* 40: 225-235.
- Pike, A., und J. Pollard. 2010. Economic Geographies of Financialization. Economic Geography 86 (1): 29-51.
- Pryke, M. 2012. Joining the Dots. Cultural Anthropology May 17. 2012. http://www.culanth.org/?q=node/578.
- Smith, N. 2007. Nature as Accumulation Strategy. In *Socialist Register 2007: Coming to Terms with Natur*, hrsg. L. Panitch, und C. Leys, 19-41. London: Monthlys Review Press.
- The Economist. 2009. Green Shoots. *The Economist* 19. März 2009. http://www.economist.com/node/13331189. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- White, Ben, S. M. Borras Jr., R. Hall, I. Scoones, und W. Wolford. 2012. The New Enclosures: Critical Perspectives on Corporate Land Deals. *Journal of Peasant Studies* 39 (3-4): 619-647.
- Zeller, C. 2010. Die Natur als Anlagefeld des konzentrierten Finanzkapitals. In *Die Krise der Nachhaltigkeit.* Zur Kritik der politischen Ökologie, hrsg. F. Schmieder, 103-136. Frankfurt: Lang.

# Was bleibt von der Nachhaltigkeit nach ihrer Finanzialisierung?

Stefanie Hiß

#### 1. Einleitung

Finanzialisierung bezeichnet die zunehmende Bedeutung des Finanzmarktes für immer mehr Bereiche des gesellschaftlichen Lebens. Einer dieser Bereiche ist die Nachhaltigkeit. Bis vor einigen Jahren war Nachhaltigkeit noch kein für die Finanzmärkte relevanter Gegenstand. Inzwischen zieht dieses Thema jedoch – nicht zuletzt beflügelt durch die Debatten um den Klimawandel und die Etablierung von Kohlendioxidmärkten – mehr und mehr Aufmerksamkeit auf sich. Diese gesteigerte Aufmerksamkeit zeigt sich vor allem an Versuchen, das diffus-vielfältige Konzept der Nachhaltigkeit operationalisierbar zu machen, das heißt, Nachhaltigkeit zu bestimmen, zu kategorisieren oder zu messen, um sie darüber an die Infrastruktur der Finanzmärkte "anzuschließen". Bei der Konstruktion von Märkten, bei denen der Schadstoff Kohlendioxid über die Verwandlung in ein Marktgut mit einem Preis versehen wird und fortan auf den Finanzmärkten gehandelt werden kann, lässt sich dieser Prozess exemplarisch beobachten.

Im vorliegenden Beitrag wende ich mich einem anderen, bislang nur selten beobachteten Untersuchungsgegenstand in diesem Bereich zu: Der Finanzialisierung von Nachhaltigkeit am Beispiel des Nachhaltigkeitsaccountings.¹ Wie der Begriff bereits signalisiert, geht es hierbei um die Bilanzierung nicht-finanzieller Faktoren im Rahmen von Unternehmensbilanzierungen. Unternehmen legen nicht allein Rechenschaft über finanzielle Vorgänge und Verhältnisse, sondern auch über ökologische oder soziale Aspekte ihres Handelns ab, die wiederum Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzen haben können – sowohl direkt als auch indirekt. Beim Nachhaltigkeitsaccounting handelt es sich um ein noch relativ junges Phänomen. Die Institutionalisierung und Standardisierung von verbindlichen Kennzahlen befindet sich noch im Anfangsstadium. Dennoch sind erste Ansätze und Versuche zu beobachten, bei denen nachhaltige *Key Performance Indicators* (im Folgenden: KPIs)

<sup>1</sup> Die Begriffe Nachhaltigkeitsaccounting und nachhaltiges Accounting werden im Folgenden synonym verwendet – trotz der damit eventuell einhergehenden sprachlichen Unsauberkeiten.

identifiziert und definiert wurden, die sich – unterstützt etwa von den nationalen und europäischen Berufsverbänden der Finanzanalysten – langsam ihren Weg in das Unternehmensaccounting bahnen. Durch die Integration der nachhaltigen KPIs in die Unternehmensbilanzierung wird ökologischen und sozialen Faktoren auf der Unternehmensebene erstmals explizit Rechnung getragen. Unternehmen, die nachhaltige KPIs anwenden, verpflichten sich dazu, ökologische und soziale Aspekte ihres Handelns zu erheben und sie öffentlich zu machen. Diese Art der Operationalisierung von Nachhaltigkeit durch nachhaltige KPIs und die dadurch hergestellte Verbindung zwischen Nachhaltigkeit und dem Finanzmarkt verstehe ich als Finanzialisierung – Finanzialisierung im Sinn eines Prozesses, bei dem ein Gegenstandsbereich, der bislang keinen Bezug zum Finanzmarkt hatte, an die Infrastruktur des Finanzmarktes angeschlossen wird. Das breitgefächerte Konzept der Nachhaltigkeit wird damit auf einige wenige KPIs reduziert, gleichzeitig aber mess- und vergleichbar gemacht.

Welche Auswirkungen die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit auf das Konzept der Nachhaltigkeit selbst hat, ist Gegenstand des vorliegenden Beitrages. Dazu beleuchte ich im Folgenden zunächst die aktuell um das Stichwort "Finanzialisierung" geführte Debatte. In einem zweiten Schritt erfolgt die Diskussion des Finanzialisierungskonzepts anhand des empirischen Untersuchungsgegenstands, dem nachhaltigen Accounting. Im Schlussteil setze ich mich mit der Reichweite, den Grenzen und den Problemen einer Finanzialisierung von Nachhaltigkeit auseinander.

## 2. Finanzialisierung

In der wissenschaftlichen Debatte hat sich der Begriff der Finanzialisierung seit den 1990er Jahren etabliert (Erturk et al. 2008, S. 1, 25ff.). Finanzialisierung bezeichnet die zunehmende Bedeutung des Finanzmarktes, seiner Akteure oder seiner Logik und Motive für die Realwirtschaft, für die Haushalte oder die Lebenswelt der Menschen (Epstein 2005).

Als Kern des Phänomens der Finanzialisierung von Nachhaltigkeit sehe ich Verschiebungen zu Gunsten der Motive und Logik des Finanzmarktes zu Lasten alternativer Logiken und Motive an. Der Finanzmarkt folgt – stark vereinfacht – der Logik der Profitmaximierung und Risikoabschätzung. Finanzakteure benötigen zur Abwägung der Vor- und Nachteile einer Investition eine Infrastruktur, die ihnen unter anderem durch das Accounting zur Verfügung gestellt wird. Die dort zum Einsatz gebrachten Kennziffern sind auf die Bedürfnisse der Finanzmarktakteure abgestimmt und ermöglichen es ihnen, die Risikokalkulation zu lenken. Indem das Unternehmensaccounting auf die Sphäre der Nachhaltigkeit ausgeweitet wird, dringen auch die Motive und die Logik des Finanzmarkts in diesen Bereich vor.

Eine Besonderheit der Integration von Nachhaltigkeit in das Unternehmensaccounting besteht in der Ausweitung der Finanzmarktlogik auf vormals außerökonomische Bereiche. Die Natur und das Soziale werden finanzialisiert. Dabei geht es nicht um eine direkte Finanzialisierung von Nachhaltigkeit, bei der beispielsweise Wälder nicht mehr in ihrer Vielfalt (z. B. Biodiversität, Ökosystem, Kohlendioxidsenke, Erholungsgebiet etc.) wahrgenommen, sondern von institutionellen Investoren nur noch als finanzielles Investitionsobjekt betrachtet werden (Gunnoe und Gellert 2010, Ouma in diesem Band). Im Fall des nachhaltigen Accountings geht es eher um eine vermittelte Finanzialisierung von Nachhaltigkeit durch die Entwicklung von Nachhaltigkeitsindikatoren im Accounting. Die Logik und die Motive des Finanzmarktes greifen via Nachhaltigkeitsaccounting, gewissermaßen durch die Unternehmen hindurch, auf die Natur und das Soziale zu.

Wann wird durch nachhaltiges Accounting eine Verbindung zwischen Nachhaltigkeit und dem Finanzmarkt hergestellt? Dies geschieht zum einen dann, wenn Investoren, beispielsweise mithilfe der Indikatoren des nachhaltigen Accountings, die Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen als finanziellen Risikofaktor bewerten. Ein Unternehmen, das einen zu hohen Ressourcenverbrauch aufweist, könnte schon bald an Profitabilität einbüßen. Zum anderen bauen auf dem Nachhaltigkeitsaccounting mittlerweile nachhaltige Aktienindizes auf, bei denen sich die Unternehmensauswahl für den Index auf die Nachhaltigkeitsindikatoren im Accounting stützt. Damit werden Investitionsentscheidungen gelenkt, die sich teils an der Nachhaltigkeitskriterien, teils lediglich an den möglichen Auswirkungen der Nachhaltigkeitskriterien auf finanzielle Faktoren. Wenn nachhaltige Indikatoren von den Finanzmarktakteuren also als relevant für das Risiko, die Reputation oder die Rendite angesehen werden, kann man von Finanzialisierung sprechen.

# 3. Nachhaltigkeitsaccounting

Das nachhaltige Accounting ist ein relativ junges Phänomen. Begonnen hat alles mit narrativen Nachhaltigkeitsberichten, jüngere Entwicklungen sind durch die Integration von nachhaltigen KPIs in das konventionelle Accounting gekennzeichnet. Im folgenden Abschnitt mache ich zuerst einige Anmerkungen zum Begriff und Konzept der Nachhaltigkeit. Im Anschluss lege ich die Besonderheiten des nachhaltigen Accountings dar, um dann auf ausgewählte Initiativen zur Standardisierung des nachhaltigen Accountings zu verweisen. Aus der Vielzahl von Initiativen greife ich diejenige des europäischen Berufsverbandes der Finanzanalysten European Federation of Financial Analysts' Societies (EFFAS) heraus. An diesem Fallbeispiel werde ich den Prozess der Finanzialisierung von Nachhaltigkeit analysieren.

Nachhaltigkeit startete ihre Karriere als Korrektiv zum Wirtschaften und galt als durch das Wirtschaften bedroht. Einer kostenexternalisierenden, die Interessen zukünftiger Generationen missachtenden Wirtschaftsweise müsse durch Nachhaltigkeit Einhalt geboten werden, so die verbreitete Sichtweise. Nachhaltigkeit könne es ermöglichen, innerhalb der Grenzen des Wachstums zu bleiben. Sie sei eine Alternative zu einer selbstzerstörerischen Wirtschaftsweise.

In die Welt gesetzt vom Freiberger Oberberghauptmann Carl von Carlowitz im frühen 18. Jahrhundert, wieder aufgegriffen vom Club of Rome 1972, durch den Bericht der Brundtland-Kommission 1987 gesellschaftsfähig gemacht und von der UN-Konferenz in Rio de Janeiro 1992 zum gesellschaftlichen Leitbild erhoben, ist Nachhaltigkeit und das Ziel einer nachhaltigen Entwicklung inzwischen in der Gesellschaft angekommen. Heute werden politische Ziele unter Nachhaltigkeitsaspekten überprüft, es existieren Messen und Märkte für Nachhaltigkeit und es richten sich Organisationen an Nachhaltigkeitszielen aus.

Bis vor einigen Jahren war Nachhaltigkeit in Deutschland so gut wie kein finanzmarktrelevanter Gegenstand. Obwohl die Debatte über Nachhaltigkeit bereits seit dem Bericht der Brundtland-Kommission im Jahr 1987 (Hauff 1987) fester Bestandteil der politischen Agenda ist, wurden die ökologischen und sozialen Folgekosten wirtschaftlichen Handelns lange nicht systematisch zur Kenntnis genommen. Diese negativen Externalitäten, gegen die man mit dem Konzept der Nachhaltigkeit anzutreten versucht, wurden viele Jahre auf nicht-finanzmarktliche Instrumente reduziert, dies geschah insbesondere durch ordnungspolitische Maßnahmen. Durch Gesetze wurden Schadstoffobergrenzen festgesetzt, Naturschutzgebiete ausgewiesen oder Industrieanlagen kontrolliert. Eine Anbindung an die Finanzmarktinfrastruktur gab es – bis auf einige Ausnahmen – nicht.

Mit dem nachhaltigen Investieren, auch bekannt als Socially Responsible Investing (SRI), ist die Nachhaltigkeit auf dem Finanzmarkt angekommen (Hiß 2011). An Nachhaltigkeit interessierte Investoren berücksichtigen bei ihrer Anlageentscheidung auch soziale, ökologische oder ethische Kriterien. Um unterscheiden zu können, ob das Investitionsobjekt den zugrunde gelegten Anlagekriterien entspricht und damit nachhaltig ist, liefern Nachhaltigkeitsresearch- und -ratingagenturen die notwendigen Informationen, zum Beispiel in Form von Nachhaltigkeitsrankings. Hierzu analysieren die Agenturen die von den Unternehmen zur Verfügung gestellten oder öffentlich zugängliche Daten (z. B. in Form von Nachhaltigkeitsberichten). Sie betreiben Medien- und Internetanalysen oder nehmen Berichte von Nichtregierungsorganisationen zur Kenntnis. Die Nachhaltigkeitsberichte der Unternehmen, die zumeist separat vom Geschäftsbericht veröffentlicht werden, stellen dabei die wahrscheinlich wichtigste Informationsquelle für die Agenturen dar. Bislang gab es aber

nur wenige etablierte quantitative Indikatoren zur Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen und weder integrierte Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichte noch ein standardisiertes Nachhaltigkeitsaccounting. Die Entwicklung hin zu einem standardisierten Nachhaltigkeitsindikatorenset ist jedoch gerade in vollem Gang. Bevor ich darauf näher eingehe, will ich einige Anmerkungen zur Entwicklung des nachhaltigen Accountings und seiner derzeitigen Vielgestaltigkeit machen.

Beim nachhaltigen Accounting geht es darum, nicht-finanzielle Kriterien, wie etwa soziale, ökologische oder ethische Aspekte unternehmerischen Handelns, in das finanzielle Accounting zu integrieren (Beiersdorf 2012; Eccles et al. 2010; Eccles und Krzus 2010; Gazdar 2007; PWC 2011; Schaltegger et al. 2006; Unerman et al. 2007). Damit geht das nachhaltige Accounting über den Nachhaltigkeitsbericht hinaus, der lediglich ergänzend zum regulären Geschäftsbericht erscheint. Nachhaltigkeitsberichte dürfen aber als Vorgänger des Nachhaltigkeitsaccountings gelten. Bevor die ersten Initiativen entstanden sind, die Rechenschaft über nicht-finanzielle Indikatoren ins Accounting zu integrieren, war die Berichterstattung über soziale oder ökologische Faktoren in Form von Nachhaltigkeitsberichten bereits fest etabliert.

Die ersten Versuche, Unternehmen zu einer Offenlegung von nicht-finanziellen Informationen zu bewegen, reichen schon einige Jahre zurück. In den Anfängen der 1960er und 1970er Jahre wurde von "corporate social accounting" oder in Deutschland von "Sozialbericht", "Sozialrechnung" oder "gesellschaftlicher Nutzenrechnung" gesprochen (Antal et al. 2002). In der aktuellen Debatte setzt sich zunehmend der Begriff des ESG-Reportings durch, eine Abkürzung für Environmental, Social and (Corporate) Governance Reporting. Andere Termini sind "social and environmental reporting/accounting", "non-financial reporting", "extra-financial reporting", "sustainability reporting", "corporate social reporting" oder "social accounting" (Cooper und Owen 2007; Global Reporting Initiative 2010; Gray et al. 2009; Hopwood et al. 2010; Mook 2006; Spence und Gray 2007, S. 11).

Bisher veröffentlichen Unternehmen ihre Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichte – mit wenigen Ausnahmen, wie etwa BASF – getrennt voneinander; ein integriertes Accounting entwickelt sich erst allmählich (Hopwood et al. 2010; Fries et al. 2010). Eine Integration beider Berichte gestaltet sich schwierig, da der Finanzbericht auf quantitativen und standardisierten Informationen aufbaut. Nicht-finanzielle Informationen über die Umwelt oder Soziales sind häufig qualitativ und nichtstandardisiert. Sie sind daher nur schwer messbar und können dementsprechend nur in bedingtem Maß verglichen werden. Die Informationen, die über Nachhaltigkeitsberichte zur Verfügung gestellt werden, sind für den Finanzmarkt nur eingeschränkt nutzbar, da eine Verengung auf finanzielle Kennziffern und damit die Vergleichbarkeit fehlt (Chousa und Castro 2006; Amaeshi und Grayson 2009). Die

eher deskriptiv oder narrativ angelegten Nachhaltigkeitsberichte können von den Finanzmarktakteuren nicht übersetzt oder verglichen werden, so dass die darin enthaltenen Informationen über soziale oder ökologische Themen nicht in Investitionsentscheidungen einfließen.

Eine Voraussetzung für die Integration von nachhaltigem in das konventionelle Accounting ist die Standardisierung nicht-finanzieller Informationen. Diese wird von einigen Initiativen auf freiwilliger Basis vorangetrieben. Den bislang bedeutendsten Versuch, die Nachhaltigkeitsberichterstattung zu standardisieren, hat die Global Reporting Initiative (GRI) unternommen. Mit Unterstützung des United Nations Environmental Programm (UNEP) und der Nichtregierungsorganisation CERES wurde im Jahr 2000 ein erster Leitfaden für standardisierte Nachhaltigkeitsberichte herausgegeben. Die Leitlinien wurden seitdem zweimal überarbeitet; im Jahr 2006 wurde mit dem Standard G3 ein komplexes Regelwerk für die Anfertigung von Nachhaltigkeitsberichten in die Öffentlichkeit getragen. Dabei geht es nicht um die Evaluation der von Unternehmen bereitgestellten Informationen, sondern um die Standardisierung der Bereitstellung von Informationen. Diese liegen dann auch quantitativ, vor allem aber qualitativ vor.

Diese Art der eher qualitativen Berichterstattung liefert Finanzakteuren bislang nur wenige Anhaltspunkte für ihre Investitionsentscheidung. Sie bedarf weiterführender Interpretation, da sie keine leicht vergleichbaren und skalierbaren Kennzahlen liefert (Chousa und Castro 2006). Erst die Transformation dieser Berichterstattung in quantitative, mess- und vergleichbare, finanzielle Kennzahlen erlaubt ihre Verarbeitung durch Finanzmarktakteure.

Ein neuer Ansatz, nachhaltige Indikatoren zu standardisieren und damit vergleichbar zu machen, besteht in der Ausarbeitung von nachhaltigen KPIs oder KPI-Sets. Diese Indikatoren sollen als Kennziffern in den Geschäftsbericht von Unternehmen integriert werden. Es existieren weltweit verschiedene Ansätze, die u. a. von staatlichen, zivilgesellschaftlichen oder finanzmarktlichen Akteuren vorangetrieben werden (z. B. Accounting for Sustainability 2006; DVFA und EFFAS 2010; Hesse 2010; Integrated Reporting 2011; Integrated Reporting Committee of South Africa 2011; UNCTAD 2008). Diese Initiativen versuchen den Widerspruch zwischen den vom Finanzmarkt geforderten quantitativen Informationen und den von den Unternehmen herausgegebenen qualitativen Berichten mittels der Bildung von KPIs aufzulösen.

In Deutschland beispielsweise hat das Bundesumweltministerium das Consulting-Unternehmen Sustainable Development Management (SD-M) beauftragt, sogenannte Sustainable Development Key Performance Indicators (SD-KPIs) zu ent-

wickeln.<sup>2</sup> In den USA erprobt derzeit das *International Integrated Reporting Council* (IIRC) in einer Pilotphase die mögliche Integration von nachhaltigen Kriterien in den allgemeinen Geschäftsbericht.<sup>3</sup> Für diesen Beitrag habe ich die Initiative der *European Federation of Financial Analysts' Societies* (EFFAS) als Fallbeispiel ausgewählt.

#### 4. Empirisches Fallbeispiel: KPIs for ESG 3.0

Die Initiative der europäischen Dachorganisation EFFAS, im Verbund mit der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), dem Berufsverband der *Investment Professionals* in Deutschland, ist eine weit vorangeschrittene Initiative zum nachhaltigen Accounting. Beide haben 2010 gemeinsam die *Key Performance Indicators for Environmental, Social & Governance Issues* in der Version 3.0 vorgelegt (kurz: KPIs for ESG 3.0). <sup>4</sup> Ziel der Initiative ist es, ESG-Kriterien in den Geschäftsbericht zu integrieren (DVFA und EFFAS 2010, S. 10). Sie wird bereits umgesetzt und von Finanzmarktakteuren – wie etwa nachhaltigen Ratingagenturen oder nachhaltigen Indexbetreibern – zur Kenntnis genommen. Die vorliegende Fallstudie baut auf den öffentlich zugänglichen Dokumenten zu dieser Initiative auf.

Mit EFFAS und DVFA haben sich zentrale Verbände von Finanzmarktakteuren in die Debatte um Nachhaltigkeit eingeschaltet. Mit dem Ziel einer Ausarbeitung von KPIs verbinden sie die Verbesserung der Bestimmung von Chancen und Risiken von Investitionen in Unternehmen. Die KPIs sind dabei vor allem auf die Bedürfnisse von Finanzanalysten abgestimmt, die quantitative Informationen über ESG-Praktiken von Unternehmen in strukturierter, nicht-narrativer Form zur besseren Verarbeitung einfordern. Die Interessen anderer Stakeholder, wie etwa Nichtregierungsorganisationen oder Gewerkschaften, werden hingegen nicht explizit berücksichtigt (DVFA und EFFAS 2010, S. 9). Diese Orientierung hin auf den Finanzmarkt spiegelt sich auch in der zu Grunde gelegten Nachhaltigkeitsdefinition<sup>5</sup> wider, in der die Berücksichtigung von Sozial- und Umweltfaktoren vor allem helfen soll, Risiken für Unternehmen zu minimieren und neue Chancen zu eröffnen (DVFA und EFFAS 2010, S. 8).

<sup>2</sup> http://www.sd-m.de/files/SD-KPI\_Standard\_2010-2014\_V12d.pdf. Zugegriffen: 14.09.2012.

<sup>3</sup> http://www.theiirc.org/. Zugegriffen: 14.09.2012.

<sup>4</sup> http://www.effas-esg.com/wp-content/uploads/2011/07/KPIs\_for\_ESG\_3\_0\_Final.pdf. Zuge-griffen: 14.09.2012.

<sup>&</sup>quot;Our definition is based on a generic definition of sustainability which can be found at http:// en.wikipedia.org/wiki/Sustainability. Zugegriffen: 09.03.2009 (EFFAS und DVFA 2010, S. 8, Fußnote 1).

EFFAS und DVFA unterscheiden drei konsekutive Ebenen von KPIs, wobei Unternehmen mindestens die KPIs in Ebene 1, der sogenannten Eintrittsebene, offenlegen sollen (DVFA und EFFAS 2010, S. 16). Neben den zehn KPIs der Eingangsebene gibt es 30 Indikatoren zu den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance auf den Ebenen 2 und 3 (DVFA und EFFAS 2010, S. 68f.). Die zehn KPIs des ersten Levels gleichen sich inhaltlich fast über alle Subsektoren hinweg. Im Fall der Automobilindustrie sollen Unternehmen über die folgenden KPIs berichten (DVFA und EFFAS 2010, S. 68ff.):

- Energieeffizienz: Messung des gesamten Energieverbrauchs;
- Ausstoß von Treibhausgasen;
- Arbeitnehmerfluktuation: Prozentsatz der festangestellten Arbeitnehmer, die pro Jahr das Unternehmen verlassen oder hinzukommen;
- Weiterbildung: Durchschnittliche Aufwendungen für Weiterbildung pro Arbeitnehmer;
- Altersstruktur: Altersstruktur der Arbeitnehmerschaft in 10-Jahres-Intervallen dargestellt;
- Personalentlohnung: Hierunter firmieren verschiedene Sub-KPIs, etwa zur Höhe der Bonuszahlungen, Aktienoptionen und zu anderen finanziellen Anreizen, oder auch zum Prozentsatz der festangestellten Arbeitnehmer, die mindestens 90 Prozent der vollen Boni erhalten haben;
- Rechtsstreitigkeiten: Auflistung der Ausgaben für Strafzahlungen, die mit Wettbewerbsverzerrung oder Monopolverletzungen einhergehen;
- Korruption: Prozentsatz der Einkünfte aus Regionen, die im *Transparency International Corruption Index* unter dem Wert 6.0 liegen;
- Einkünfte aus neuen oder modifizierten Produkten, die in den letzten zwölf Monaten auf den Markt gekommen sind;
- Innovation: Forschung und Entwicklungsaufwendungen insgesamt sowie die Anzahl der in den letzten zwölf Monaten registrierten Patente.

Die obenstehende Liste der 10 KPIs verdeutlicht, dass hier vor allem leicht zu messende Indikatoren ausgewählt wurden. Zudem ist die Komplexitätsreduktion von Umwelt, Soziales und Corporate Governance immens.

Damit den ausgewählten Indikatoren später ein Wert zugeschrieben werden kann und sie auf den Finanzmärkten zirkulieren können, bedarf es ihrer Vereinheitlichung über einen gemeinsamen Maßstab. Besonders deutlich wird die Übersetzungsleistung der KPIs in ökonomische Maßstäbe bezüglich der Forderung, in absoluten Werten, wie etwa Geldeinheiten, zu berichten (DVFA und EFFAS 2010,

S. 8). Zudem wird über die Standardisierung ein reibungsloser Anschluss an die Finanzmärkte vorbereitet. Damit die Finanzanalysten leicht auf die KPIs zugreifen können, empfehlen EFFAS und DVFA eine Darstellung in Tabellenform (DVFA und EFFAS 2010, S. 15).

Die KPIs ermöglichen es den Finanzakteuren überdies, Nachhaltigkeitsinformationen für andere Finanzprodukte weiterzuverarbeiten, etwa für die Erstellung eines Aktienindexes. Aufbauend auf den KPIs von EFFAS werden beispielsweise von der nachhaltigen Research- und Ratingagentur *Sustainalytics* Unternehmen für den *STOXX Global ESG Leaders Index* in den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance analysiert und aggregiert den Bereichen E, S und G zugeordnet.<sup>6</sup>

STOXX gibt den STOXX Global ESG Leaders Index gemeinsam mit der Deutschen Börse AG heraus. Es handelt sich dabei um eine noch recht junge Indexfamilie, die STOXX gemeinsam mit Sustainalytics entwickelt hat. Die drei Subindizes zu Umwelt (E), Sozialem (S) und Governance (G), die zusammen den Hauptindex bilden, können einzeln ausgewertet werden. Der Index wurde vor dem Hintergrund der vermehrten Nachfrage von Akteuren des nachhaltigen Finanzmarktes aufgelegt und verspricht eine völlige Transparenz bei der Erhebung der Daten und deren späterer Gewichtung und Aggregation (STOXX 2011).

Über die Entwicklung des Indexes haben die Finanzmarktakteure ein Instrument an die Hand bekommen, mit dem sie das gesamte Universum der Nachhaltigkeit von Unternehmen (vermeintlich) überblicken und darauf aufbauend ihre Investitionsentscheidungen treffen können. Zudem ist es auf Grundlage all dieser Informationen möglich geworden, neue Produkte wie etwa indexgebundene Fonds zur Altersvorsorge oder handelbare Zertifikate zu entwickeln. Gleichzeitig geht diese Transformation der Informationen über die Nachhaltigkeit eines Unternehmens in finanzmarktkompatible, quantitative Kennzahlen mit einer enormen Komplexitätsreduktion einher. Vom ursprünglich sehr facettenreichen Gegenstand der Nachhaltigkeit bleibt nach der Übersetzung in finanzmarktgängige Indikatoren und deren Weiterverarbeitung in zum Teil abgeleitete Finanzmarktprodukte nicht mehr viel übrig.

#### 5. Fazit

Der Versuch, negative Externalitäten durch das Nachhaltigkeitsaccounting zu erfassen, führt zu einer In-Wert-Setzung vormals außerökonomischer Bereiche, die darüber an den wirtschaftlichen Verwertungskreislauf angeschlossen werden. Durch die Ausarbeitung von nachhaltigen KPIs werden die Grenzen des ökonomisch Messba-

<sup>6</sup> http://www.stoxx.com/download/indices/methodology/sl\_sxwesgp\_201104.xls, http://www.stoxx.com/indices/types/esg\_desc.html. Zugegriffen: 14.09.2012.

ren in vorher nicht erfasste Bereiche ausgedehnt. Das gesellschaftliche Leitkonzept der Nachhaltigkeit wird mittels Nachhaltigkeitsaccounting an den Finanzmarkt angeschlossen, indem es durch Komplexitätsreduktion, das heißt durch die Verengung auf ausgewählte finanzielle Kennziffern, kompatibel gemacht wird. Die Räume des Sozialen und der Umwelt werden damit durch den Finanzmarkt neu kartographiert; sie werden bestimmt, vermessen und über den gleichen – ökonomischen – Leisten geschlagen.

Die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit, die ich am Beispiel des Nachhaltigkeitsaccountings nachgezeichnet habe, wirft einige grundlegende Fragen nach der Reichweite sowie nach den Grenzen und Risiken von Finanzialisierung auf, auf die ich in einer abschließenden Diskussion eingehen möchte.

Während die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit die negativen Externalitäten von Unternehmen zum Teil sichtbar macht, wird der Finanzmarkt der Komplexität des Gegenstandes Nachhaltigkeit nicht gerecht. Entgegen von Hayeks (1945) Annahme, in Marktpreisen würden sich alle notwendigen Informationen widerspiegeln, weshalb der Markt mit seinem Preismechanismus eine optimale Allokation ermögliche, ist durch die Diskrepanz zwischen der Komplexität der Nachhaltigkeit und der Vereinfachungsleistung durch KPIs von einer deutlichen Verzerrung der Marktpreise auszugehen.

Durch die Abstraktion und Komplexitätsreduktion der KPIs wird die Nachhaltigkeit zudem auf einige wenige Parameter reduziert. Indem bestimmte Parameter in den Vordergrund gerückt und fortan gemessen werden, rücken andere Parameter notwendigerweise in den Hintergrund. Für die Frage, welche Parameter von Nachhaltigkeit letztlich berücksichtigt werden, spielt die unterschiedlich gute Zugänglichkeit der Gegenstände für Messbarkeit eine wichtige Rolle. Während sich der Verbrauch von Wasser oder der Ausstoß von Kohlendioxid noch einigermaßen einfach erheben und messen lassen, sind die diffusen Auswirkungen der Schadstoffe einer Chemiefabrik auf ihre Umwelt kaum zu quantifizieren, selbst wenn sie wesentlich negativere Auswirkungen nach sich zögen als der Ausstoß von Kohlendioxid. Dennoch muss davon ausgegangen werden, dass einfach zu greifende Aspekte des komplexen Gegenstandes Nachhaltigkeit bei der Transformation in finanzmarktgängige Indikatoren bevorzugt werden.

Aufgrund der dadurch eingeschränkten Möglichkeiten der Erfassung und Einpreisung bestimmter externer Effekte kommt es mitunter zu einer Verlagerung oder Umschichtung auf andere externe Effekte. Seitdem Kohlendioxid in Europa einen Preis erhalten hat und auch in Form von KPIs im Unternehmensaccounting erhoben wird, ist in vielen Bereichen eine Verringerung der Treibhausgasintensität pro Produkteinheit zu beobachten. Dies zeigt sich zum Beispiel daran, dass Autos leichter werden. Diese Gewichtsreduktion wird aber beispielsweise durch den Einsatz leichteren Aluminiums erreicht, dessen Erzeugung und Verarbeitung in Ländern ohne Emissionshandel mehr Kohlendioxid verbraucht als in Europa eingespart wurde. Die untersuchten KPIs knüpfen an diese Logik an. Solange Vollkostenrechnungen über den gesamten Lebenszyklus oder die Wertschöpfungskette von Produkten in kein für die Wirtschaft relevantes, umfassendes Accounting integriert sind, wird es weiterhin zur Verlagerung oder Umschichtung negativer externer Effekte kommen.

Ein weiteres Problem zeigt sich in der fehlenden Genauigkeit und Verlässlichkeit der erhobenen Daten. Die Annahmen und Modelle basieren auf Daten, die zum Teil nur unzureichend vorhanden sind oder auf Schätzungen beziehungsweise Näherungswerten beruhen oder durch den Übersetzungsprozess von einem Nachhaltigkeitsmaßstab auf einen monetären Maßstab an Genauigkeit verlieren. Denkbar ist auch eine Einflussnahme und Manipulation von Daten, die auf die Frage von Macht und Interessen verweist. Die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit erfolgt nicht in einem macht- und herrschaftsfreien Raum, sondern sie ist geprägt von der Durchsetzungskraft der Interessen einflussreicher Akteure.

Die Frage von Macht und Interessen wirft auch die Frage des Bezugs- oder Referenzpunkts bei der Bestimmung von Nachhaltigkeit auf. Der ökonomische Wert eines Bioreservats wird beispielsweise im Hinblick auf seinen Naherholungswert für Menschen oder im Hinblick auf positive Auswirkungen der Artenvielfalt auf die nähere Umgebung kalkuliert. Wie sieht es diesbezüglich bei den nachhaltigen KPIs aus? Ist der Anker die Nachhaltigkeit *an sich*, oder die Nachhaltigkeit für die Menschen, die von ihr profitieren, oder das Risikomanagement der Unternehmen? Mit anderen Worten: Wurden die nachhaltigen KPIs mit dem Ziel entwickelt, die Natur zu bewahren oder aber mit dem Ziel, die Wachstumsaussichten von Unternehmen zu steigern?

Schließlich geht die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit mit einer Diffusion von Verantwortung einher. Während die Verantwortung für Natur und Umwelt in Deutschland früher ordnungspolitisch über Gesetze bestimmten Akteuren zugeordnet war (z. B. durften Unternehmen nur eine bestimmte Menge an Schadstoffen emittieren; stießen sie mehr aus, dann handelten sie gegen das Gesetz und konnten zur Verantwortung gezogen werden), wird sie nun durch die Finanzialisierung über marktliche Instrumente stärker verteilt, z. B. auf die Akteure, die nachhaltige KPIs entwickeln, auf die KPIs selbst, auf die Unternehmen, die die nachhaltigen KPIs anwenden, auf die Finanzmarktakteure, die indirekt auf nachhaltige KPIs zurückgreifen etc. Wie in der Finanzkrise, bei der auch keine klaren Schuldigen festzumachen waren, diffundiert die Verantwortung regelrecht.

Dies geht einher mit einer Delegitimierung moralischer Argumente. Finanzialisierung hat einer Kosten-Nutzen-Logik von Nachhaltigkeit zum Durchbruch verholfen, die moralische Argumentationen untergräbt. Zum Beispiel gilt der Ausstoß hoher Mengen von Treibhausgasen durch Langstreckenflüge nicht mehr per se als problematisch. Wer seine Kohlendioxid-Emissionen ausgleicht – auch wenn einigen Anbietern von Kompensationsgeschäften ein eher durchschnittliches Zeugnis ausgestellt wird – kann sich heute im Sinne eines Ablasshandels von seinen "Sünden" freikaufen. Ähnliche Prozesse dürften beim Nachhaltigkeitsaccounting zu beobachten sein, wenn Unternehmen heute vehement für sich reklamieren, nachhaltig zu wirtschaften, und dies mithilfe des Nachhaltigkeitsaccountings oder der Aufnahme in nachhaltige Indizes unter Beweis stellen.

Insgesamt kehrt sich durch die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit das frühere Verhältnis von Markt und Nachhaltigkeit um. Während Nachhaltigkeit einmal angetreten war, um die Märkte zu begrenzen und zu zähmen, ist sie heute durch die Finanzialisierung selbst zum Marktgegenstand geworden. Gerade im Zuge der weit verbreiteten Thematisierung eines drohenden Klimawandels bekommen Märkte als Instrument zur Eindämmung dieser Gefahr, zum Beispiel in Form von Kohlendioxidmärkten, zunehmend positive Resonanz. Dies darf in einem doppelten Sinne als paradox bezeichnet werden: erstens soll der Klimawandel als "the biggest market failure the world has seen" (Nicholas Stern) genau mit dem Instrument des Marktes gezähmt werden, und das – zweitens – just in dem Moment, in dem der Markt als Folge der größten Finanz- und Wirtschaftskrise seit der Großen Depression deutlich an Reputation verloren hat. Entwickelt sich die Nachhaltigkeit als ehemalige Zähmerin des Marktes durch ihre Finanzialisierung damit zu seinem Retter?

#### Literatur

Accounting for Sustainability. 2006. Accounting for Sustainability (Parts I to III). http://www.accountingforsustainability.org. Zugegriffen: 14.09.2012.

Amaeshi, K., und D. Grayson. 2009. The Challenges of Mainstreaming Environmental, Social and Governance (ESG) Issues in Investment Decisions. A Mini Survey of Practitioners' Report. http://www.investorvalue.org/docs/TheChallengesOfMainstreamingEnvironmentalSocialAndFinancialPerformance.pdf. Zugegriffen: 14.Dezember2012.

Antal, A. B., M. Dierkes, K. McMillan, und L. Marz. 2002. Corporate Social Reporting Revisited. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung FS II 02-105. http://bibliothek.wz-berlin.de/pdf/2002/ii02-105.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

- Beiersdorf, K. 2012. Nachhaltigkeit in der Unternehmensberichterstattung. Erfordernis und Stand der Integration des Nachhaltigkeitskonzepts in die externe Finanzberichterstattung nach IFRS und Ansätze zur Ermittlung eines nachhaltigen Gewinns. Marburg: Metropolis.
- Chousa, J. P., und N. R. Castro. 2006. Integrating Sustainability into Traditional Financial Analysis. In Sustainability Accounting and Reporting, hrsg. S. Schaltegger, M. Bennett, und R. Burritt, 83-108, Dordrecht: Springer.
- Cooper, S. M., und D. L. Owen. 2007. Corporate Social Reporting and Stakeholder Accountability: the Missing Link. Accounting, Organizations and Society 32 (7-8): 649-667.
- Dore, R. 2008. Financialization of the Global Economy. *Industrial and Corporate Change* 17 (6): 1097-1112.
- DVFA und EFFAS. 2010. KPIs for ESG. A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation. Version 3.0 as of 2010-09-20. Frankfurt: DVFA.
- Eccles, R. G., B. Cheng, und D. Saltzman. 2010. *The Landscape of Integrated Reporting. Reflections and Next Steps.* Cambridge: Harvard Business School.
- Eccles, R. G., und M. P. Krzus. 2010. One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy. Chichester: Wiley.
- Erturk, I., J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. hrsg. 2008. Financialization at Work: Key Texts and Commentary. London: Routledge.
- Fries, J. K. McCulloch, und W. Webster. 2010. The Prince's Accounting for Sustainability Project: Creating 21st-Century Decision-Making and Reporting Systems to Respond to 21st-Century Challenges and Opportunities. In *Accounting for Sustainability. Practical Insights*, hrsg. A. Hopwood, J. Unerman, und J. Fries, 29-45. London: Earthscan.
- Gazdar, K. 2007. Reporting Nonfinancials. Chichester: Wiley.
- Global Reporting Initiative. 2010. Sustainability Reporting Guidelines. http://www.globalreporting.org/NR/rdonlyres/A1FB5501-B0DE-4B69-A900-27DD8A4C2839/0/G3\_GuidelinesENG.pdf. Zugegriffen: 14.Dezember 2012.
- Gray, R., J. Dillard, und C. Spence. 2009. Social Accounting Research as if the World Matters. Public Management Review 11 (5): 545-573.
- Gunnoe, A., und P. K. Gellert. 2011. Financialization, Shareholder Value, and the Transformation of Timberland Ownership in the US. *Critical Sociology* 37 (3): 265-284.
- Hauff, V. 1987. Unsere gemeinsame Zukunft der Brundtland-Bericht der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung. Greven: Eggenkamp.
- Hayek, F. A. von. 1945. The Use of Knowledge in Society. American Economic Review 35 (4): 519-530.
- Hesse, A. 2010. SD-KPI Standards 2010-2014. Sustainable Development Key Performance Indicators (SD-KPIs): Mindestberichtsanforderung für bedeutende Nachhaltigkeitsinformationen in Lageberichten von 68 Branchen. Münster: SD-M.
- Hiß, S. 2011. Globale Finanzmärkte und nachhaltiges Investieren. In Handbuch Umweltsoziologie, hrsg. M. Groß, 651-670. Wiesbaden: VS Verlag.
- Hopwood, A. G., J. Unerman, und J. Fries. hrsg. 2010. Accounting for Sustainability. Practical Insights. London: Earthscan.
- Integrated Reporting. 2011. Towards Integrated Reporting. Communicating Value in the 21st Century. *International Integrated Reporting Committee* Discussion Paper. http://www.discussionpaper2011.theiirc.org, Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Integrated Reporting Committee of South Africa. 2011. Framework for Integrated Reporting and the Integrated Report. http://www.sustainabilitysa.org/Portals/0/IRC%20of%20SA%20Integrated%20Reporting%20 Guide%20Jan%2011.pdf. Zugegriffen:14.Dezember 2012.
- Mook, L. 2006. Integrating and Reporting an Organisation's Economic, Social and Environmental Performance. The Expanded Value Statement. In Sustainability Accounting and Reporting, hrsg. S. Schaltegger, M. Bennett, und R. Burritt, 281-298. Dordrecht: Springer.
- PWC. 2012. Auf dem Weg zum Integrated Reporting. PricewaterhouseCoopers.
- Schaltegger, S., M. Bennett, und R. Burritt. hrsg. 2006: Sustainability Accounting and Reporting. Dordrecht: Springer.

Spence, C. und R. Gray. 2007. Social and Environmental Reporting and the Business Case. http://www.accaglobal.com/pubs/general/activities/research/research\_archive/rr-098-002.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

- STOXX. 2011. STOXX ESG Index Methodology Guide. http://www.stoxx.com/download/indices/rulebooks/stoxx\_esg\_guide.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- UNCTAD. 2008. Guidance on Corporate Responsibility Indicators in Annual Reports. http://unctad.org/en/Docs/iteteb20076\_en.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Unerman, J., J. Bebbington, und B. O'Dwyer. 2007. Sustainability Accounting and Accountability. London: Routledge.

# Was heißt hier nachhaltig?

# Finanzialisierung als diskursive Konstruktion am Beispiel der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Banken

Marian Feist/Doris Fuchs

#### 1. Einleitung

Nachhaltigkeit ist im heutigen öffentlichen Diskurs weit verbreitet. Angesichts globaler Herausforderungen wie Klimawandel oder sozialer Ungleichheiten ist das auch nicht überraschend. Allerdings ist Nachhaltigkeit ein sehr vager Begriff. Seitdem die Brundtland-Kommission das Konzept der nachhaltigen Entwicklung populär machte und als Kombination aus wirtschaftlicher, ökologischer und sozialer Nachhaltigkeit im Interesse der Intra- und Intergenerationengerechtigkeit definierte, ist der Begriff inflationär, sehr divers und unscharf verwendet worden (SRU 2002, S. 57). In Politik, Wirtschaft und Gesellschaft ringen die unterschiedlichsten Akteure um die Definitionshoheit in Bezug auf Nachhaltigkeit.

Der Finanzialisierungsthese zufolge bestimmen die Akteure und Mechanismen des Finanzsystems (Epstein 2005, S. 3; French et al. 2011, S. 814) sowie die finanzmarktrationalen Argumente und Zielsetzungen, auf denen sie beruhen (Kädtler 2009, S. 1), heute weite Bereiche von Wirtschaft und Gesellschaft. Entsprechend ist anzunehmen, dass auch der Nachhaltigkeitsbegriff zunehmend dergestalt besetzt wird, dass die zugrunde liegenden Argumentationsmuster und die Implikationen, die sich daraus ergeben, finanzmarktrationalen Zielsetzungen entsprechen. Allerdings treffen hier zwei sich scheinbar ausschließende Konzepte aufeinander. Ein Kernelement von Nachhaltigkeit ist der extrem langfristige Zeithorizont, vor dem Entwicklungen gedacht werden müssen. Die Finanzialisierungsthese betont hingegen die Dominanz, wenn nicht die Ausschließlichkeit, kurzfristiger Zielsetzungen. Wie ist eine Finanzialisierung von Nachhaltigkeit überhaupt möglich?

Im vorliegenden Kapitel untersuchen wir diese Frage am Beispiel der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Banken. Dabei geht es uns nicht einfach darum zu

<sup>1</sup> Finanzialisierung kann mit mittelfristigen Zielsetzungen verbunden werden, sofern Investoren zum Beispiel die mittelfristige Sicherstellung kurzfristiger Gewinnmöglichkeiten als Ziel verfolgen.

zeigen, dass Banken in diesem Zusammenhang finanzmarktrationale Denkmuster anwenden. Stattdessen analysieren wir, wie sie diese Denkmuster in einem reproduktiven Prozess auf einen Gegenstandsbereich übertragen, den man gerade auch als Ablehnung dieser Denkmuster verstehen kann, ihn sich auf diese Weise aneignen und sowohl ihre Rationalitätsvorstellungen wie auch Nachhaltigkeit letztlich zur Legitimierung ihres Handelns nutzen. Unser Ziel ist es, den verwendeten Nachhaltigkeitsbegriff zu dekonstruieren und das Vorgehen bei der diskursiven Konstruktion sichtbar zu machen.<sup>2</sup>

Banken sind im Kontext dieser Fragestellung von besonderem Interesse. Angesichts ihrer Bedeutung als Finanzintermediäre für die gesamte Wirtschaft hat ihr Verständnis von Nachhaltigkeit prägenden Charakter für die konkrete Ausgestaltung einer nachhaltigen Entwicklung. Gleichzeitig sind sie im Zuge der Globalisierung und Finanzialisierung zu mächtigen politischen Akteuren geworden, deren Konstruktion von Ideen und Normen politische Prozesse, Strukturen und Entscheidungen beeinflusst (Patomäki 2011; Pauly 1997). Mittels einer qualitativen Inhaltsanalyse der Nachhaltigkeitsberichte der fünf größten deutschen Banken³ zeichnen wir die Konstruktion des Nachhaltigkeitsbegriffes nach und identifizieren Themenfelder, postulierte Wirkungszusammenhänge und Argumentationsmuster.

#### 2. Theoretischer Rahmen

Unser theoretischer Ausgangspunkt ist eine um diskurstheoretische Aspekte konkretisierte Variante der Finanzialisierungsthese. Diskurse begreifen wir angelehnt an ein Foucaultsches Verständnis als ein System von Aussagen über ein bestimmtes Thema, die innerhalb dieses Systems Sinn ergeben (Doty 1993, S. 302). Als ein solches Aggregat stellen sie Muster bereit, anhand derer Subjekte die Bedeutung einer Aussage ermitteln, d. h. Dinge und Sachverhalte identifizieren, unterscheiden und zueinander in Beziehung setzen (Milliken 1999, S. 231). Diskurse bestimmen somit, wie etwas gesellschaftlich wahrgenommen wird. Sie konstruieren soziale Wirklichkeit (Milliken 1999, S. 229). Die Dominanz bestimmter Muster begrenzt das Spektrum möglicher Wahrnehmungsweisen und autorisiert bestimmte Subjekte zum Handeln und Sprechen (Doty 1993, S. 302; Milliken 1999, S. 229-238). Die kontinuierliche

<sup>2</sup> Natürlich ist nicht nur Nachhaltigkeit, sondern auch Finanzialisierung ein diskursives Konstrukt, dessen Prozesse und Implikationen der Konstruktion analytisch dekonstruiert werden könnten, was allerdings nicht der Fokus dieser Untersuchung ist.

<sup>3</sup> Der Lesbarkeit halber ist im Folgenden schlicht von "den Banken" die Rede. Unterschiede zwischen den einzelnen Banken, die im Rahmen der Untersuchung identifiziert wurden, werden später kurz dargestellt. Eine ausführlichere Diskussion dieses Aspektes ist aus Platzgründen leider nicht möglich.

Reproduktion von Diskursen ermöglicht deren Wandel und Beeinflussung (Milliken 1999, S. 230-242).

Jürgen Kädtler betont in seinem Ansatz eben solche diskurstheoretischen Aspekte. Wie oben angedeutet, versteht er unter Finanzialisierung "eine Neuordnung der Hierarchie von Gründen, die für wirtschaftliches Handeln ins Feld geführt werden (können)" (Kädtler 2010, S. 625). In dieser Hierarchie hat sich eine spezifische Finanzmarktrationalität als neue vorrangige Begründungsordnung etabliert (Kädtler 2009, S. 1). Begründungsordnungen setzen sich aus pragmatischen Evaluationen von Rationalitäts- und Legitimitätsvorstellungen in konkreten Situations- und Erwartungskontexten zusammen (Kädtler 2009, S. 5). Ihre inhaltliche Struktur ist also nicht ex ante gegeben, sondern entsteht erst während ihrer und durch ihre Anwendung (Kädtler 2009, S. 7). Durchsetzungskraft und Einfluss einer spezifischen Begründungsordnung hängen von Verbreitung und Dauer ihrer gesellschaftlichen Anwendung ab (Kädtler 2009, S. 5). Dabei sind sie zwar "einerseits irgendwie auf Bewährung an der Realität angewiesen. Andererseits bestimmen sie maßgeblich darüber mit, was als Bewährung gilt bzw. in Betracht kommt" (Kädtler 2009, S. 7). Begründungsordnungen sind also Maßstab ihrer selbst. Haben sich die ihnen zugrunde liegenden Rationalitäts- und Legitimitätsvorstellungen etabliert, wird anhand dieser Vorstellungen selbst bewertet, ob sie als vernünftig und moralisch gelten. Finanzmarktrationalität dient als derzeit vorrangige Begründungsordnung nicht mehr nur auf den Finanzmärkten als Richtschnur, sondern hat von dort aus auf andere gesellschaftliche Bereiche übergegriffen (Kädtler 2009, S. 1; 2010, S. 628). Akteure, die sich auf Finanzmarktrationalität stützen können, d.h. ihre Entscheidungen mit finanzwirtschaftlichen Motiven und Mechanismen begründen, verschaffen sich auf diese Weise Handlungsspielraum (Kädtler 2010, S. 625). Denn sie knüpfen an gesellschaftlich dominante Denkmuster an und sind damit alternativen Deutungsangeboten überlegen. Finanzmarktrationalität stellt also eine eigenständige Machtressource dar (Kädtler 2009, S. 1).

Vor diesem theoretischen Hintergrund kann das Verhältnis von Nachhaltigkeit und Finanzialisierung aus zwei Perspektiven betrachtet werden. So lässt sich erstens Nachhaltigkeit als alternativer, konkurrierender Diskurs zu Finanzmarktrationalität verstehen. Nachhaltigkeit fordert – ursprünglich als "Zähmerin des Marktes" (Hiß und Kunzlmann 2011, S. 42) angetreten – die diskursiv dominante Stellung von Finanzmarktrationalität auf paradigmatischer Ebene heraus. Zweitens beschränkt Finanzmarktrationalität als dominanter Diskurs mögliche Wahrnehmungsweisen. Das

<sup>4</sup> Kädtler selbst nimmt keinen Bezug auf Diskurstheorie, sondern verortet sich in Simons Theorie begrenzter Rationalität ("bounded rationality") und der von französischen Sozialwissenschaftlern entwickelten Konventionentheorie (Kädtler 2009, S. 5–10).

betrifft auch die Betrachtung von Nachhaltigkeit, die mittels der dominanten finanzmarktrationalen Bedeutungsstrukturen verstanden und bewertet werden muss. Für Banken als Akteure des Finanzmarktes gilt das ohnehin.

## 3. Forschungsdesign

Diskurse begrenzen den Raum möglicher Denk- und Wahrnehmungsweisen. Sie bestimmen somit auch, wie über ein Thema gesprochen werden kann. Diskursanalysen wiederum untersuchen, wie Sprech- und Kommunikationsakte Realität sozial konstruieren und von sozialen Konstrukten geprägt sind: "Analysing discourse involves looking at how social structures affect language use and, vice versa, how language use alters social structures" (Holzscheiter 2005, S. 732). Zur Analyse der Diskursproduktion von Banken ziehen wir daher deren sprachlich generierte Aussagen heran, die sich textförmig in den Nachhaltigkeitsberichten materialisieren. Diese Berichte richten sich an unmittelbare Anspruchsgruppen der Banken sowie die interessierte Öffentlichkeit, rechtfertigen als Teil der Außendarstellung durchgeführte Maßnahmen und erörtern Strategien mit Bezug auf Nachhaltigkeit.

Mittels einer qualitativen Inhaltsanalyse nach Philipp Mayring (2000, 2010) wurden die Nachhaltigkeitsberichte untersucht. Im Zentrum steht dabei die Entwicklung eines Kategoriensystems, das wir in Anbetracht des theoretisch-methodischen Rahmens induktiv bilden. Dieses Vorgehen bewahrt den Einklang mit den diskurstheoretischen Aspekten von Finanzialisierung. Indem die Kategorien nicht ex ante festgelegt, sondern induktiv aus dem Material abgeleitet werden, verringert sich der Einfluss diskursiv geprägter Vorannahmen auf das Ergebnis. Die Kategorienbildung fußt auf den zu untersuchenden Konstruktionen selbst statt auf ausschließlich theoriegeleiteten, nicht im Material begründeten Vorüberlegungen.

Die Nachhaltigkeitsberichte wurden in Analyseeinheiten zerlegt, von denen mittels am Erkenntnisinteresse orientierter, theoretisch begründeter und genau festgelegter Selektionskriterien diejenigen herausgefiltert wurden, die für die Beantwortung der Fragestellung relevant waren (vgl. Mayring 2000, S. 4). Dabei spielten Vorannahmen über die inhaltliche Beschaffenheit der Analyseeinheiten ausdrücklich keine Rolle. Was im Rahmen eines Nachhaltigkeitsberichtes ohne explizit anders lautende Angaben genannt wird, ist als Teil der Konstruktion des spezifischen Nachhaltigkeitsbildes anzusehen und bei dessen Dekonstruktion entsprechend zu berücksichtigen, auch und gerade wenn es verbreiteten wissenschaftlichen oder alltagsweltlichen Konzepten nicht entspricht. So wurde gewährleistet, dass die Analyse auch *Um*deutungen von Nachhaltigkeit erfasst. Die vier angelegten Selektionskriterien sind:

- Definitionen: Was heißt Nachhaltigkeit? Welche Leitidee und welcher Grundgedanke verbergen sich dahinter?
- Begründungen: Wie wird die Notwendigkeit für nachhaltiges Handeln begründet? Welche Motive hat die Bank, nachhaltig zu handeln?
- Implikationen: Wie wird Nachhaltigkeit umgesetzt? Welche Auswirkungen hat Nachhaltigkeit auf die Bank und ihre Geschäftstätigkeit? Welche Handlungsabsichten und konkreten Maßnahmen werden aufgeführt?
- Voraussetzungen: Welche Vorbedingungen müssen erfüllt sein, damit Nachhaltigkeit überhaupt möglich ist?

Der analysierte Datenkorpus umfasst die jeweils aktuellen Nachhaltigkeitsberichte der fünf nach Bilanzsumme größten Banken Deutschlands im Geschäftsjahr 2010.

Tabelle 1: Die nach Bilanzsumme fünf größten deutschen Banken 2010 (Karsch 2011, S. 50).

Bank	Bilanzsumme 2010 in Mio. Euro	Bankensektor
Deutsche Bank AG	1.905.630	privat
Commerzbank AG	754.299	privat
KfW Bankengruppe	445.514	öffentlich-rechtlich
DZ Bank AG	383.464	genossenschaftlich
Landesbank Baden-Württemberg	374.413	öffentlich-rechtlich

In einem vierstufigen Verfahren wurden die Nachhaltigkeitsberichte zunächst durch Paraphrasierung und Generalisierung zusammengefasst, anschließend kodiert und zu Überkategorien aggregiert (vgl. Mayring 2010, S. 80). Im Folgenden werden die Kernergebnisse vorgestellt, wobei aufgrund des Zusammenhangs zwischen Definition und Implikationen von Nachhaltigkeit, den die Analyse der Berichte ergeben hat, diese beiden Punkte zusammen diskutiert werden.

### 4. Zentrale Elemente diskursiver Konstruktion und ihre Finanzialisiertheit

Implikative Konstruktion: Betrachtet man die angelegten Selektionskriterien, so wird deutlich, dass Nachhaltigkeit in den untersuchten Berichten mit einer relativen Häufigkeit von 77,2 Prozent zum Großteil über ihre Implikationen konstruiert wird. Es wird wenig erörtert, was Nachhaltigkeit grundsätzlich bedeutet oder warum sie wich-

tig ist, sondern in erster Linie, mit welchen Maßnahmen sie umgesetzt wird. Die angeführten Definitionen bleiben in der Regel knapp, aber thematisch allgemein, umfänglich und damit vage. Mitunter nehmen sie gar direkten Bezug auf den dominanten Nachhaltigkeitsdiskurs und verweisen schlicht auf alles, was "man heutzutage unter dem Begriff ,Nachhaltiges Handeln' zusammenfasst" (KfW 2010, S. 2). Trotz dieser Unschärfe erfüllen sie aber eine wichtige Funktion. Indem sie beispielsweise verantwortungsbewussten und respektvollen Umgang mit Menschen und Umwelt (LBBW 2012, S. 41) oder Sicherung von Zukunftsfähigkeit durch Gleichgewicht wirtschaftlicher, sozialer und ökologischer Faktoren verheißen (Deutsche Bank 2012, S. 20), wird das nachhaltige Handeln, das später implikativ mit Inhalt gefüllt wird, vorab positiv konnotiert. Unter diesem Gesichtspunkt gehen die Banken nicht inhaltlich, wohl aber strategisch ähnlich vor wie Fuchs und Kalfagianni es für den Lebensmitteleinzelhandel festgestellt haben (vgl. Fuchs und Kalfagianni 2009, S. 559f.): Sie stellen die eigenen Nachhaltigkeitsleistungen, die auf sehr spezifischen Rationalitätsvorstellungen beruhen, als gesellschaftlich nutzenstiftend dar. Eine inhaltliche Auseinandersetzung auf der eher abstrakten Definitionsebene findet allerdings nicht statt, sondern die Banken überspringen diesen Schritt und bestimmen den Nachhaltigkeitsbegriff anhand seiner Implikationen.

Ein solches Vorgehen ist sehr voraussetzungsvoll. Die Implikationen nachhaltiger Entwicklung sind von deren konstruierten Bedeutungen abhängig. Anstatt diese Bedeutungen jedoch zu thematisieren, also zu erläutern, was man unter Nachhaltigkeit versteht und welche Konsequenzen sich für das eigene Handeln daraus ergeben, werden in den Nachhaltigkeitsberichten die Konsequenzen selbst unmittelbar bestimmt. Nachhaltigkeit wird gewissermaßen rückwirkend konstruiert über die spezifischen Handlungsimplikationen, die sich aus einem dahinter stehenden, nicht näher erläuterten, aber in den und durch die Implikationen stets latent gegenwärtigen Verständnis ableiten lassen. Es wird eine spezifische Vorkonstruiertheit der Bedeutung von Nachhaltigkeit angenommen, ohne dass sie konkretisiert würde. Durch implikative Konstruktion können die Banken ausgewählte Handlungsfelder wie etwa betrieblichen Umweltschutz (LBBW 2012, S. 74–97), Klimaschutz (Deutsche Bank 2012, S. 27ff.) oder Korruptionsbekämpfung (Commerzbank 2012, S. 66ff.) als zentrale Bedeutungen von Nachhaltigkeit setzen. Die mangelnde Erörterung von Nachhaltigkeit auf abstrakter Ebene, von wo aus sich diese Themengebiete ableiten ließen, führt dazu, dass sich Auslassungen und auch die relative Bedeutung von Themenfeldern nicht offenbaren. Vielmehr wird die Auswahl der Themenfelder, nachdem sie bereits getroffen wurde, nachträglich durch Begründungen legitimiert.

Begründungen: Ökonomische Legitimierung sozialer und ökologischer Aspekte. Trotz der vorrangig implikativen Konstruktionsweise spielen Begründungen eine nachgeordnete, aber entscheidende Rolle. Während implikative Konstruktion den allgemeinen Modus der Diskursreproduktion darstellt, spiegelt sich in den Begründungen die inhaltliche Finanzialisiertheit der angewandten Rationalitätsmuster. Ökologische und soziale Aspekte von Nachhaltigkeit werden ökonomisch gerechtfertigt.

"Die jährliche Energierechnung der LBBW beläuft sich auf rund 13 Millionen Euro für Strom und 4,4 Millionen Euro für Heizenergie. Einsparungen bergen hier also nicht nur ein gewaltiges ökologisches, sondern auch ökonomisches Potenzial" (LBBW 2012, S. 85).

"Die Transformation hin zu einer sauberen Energieversorgung wird weitergehen. Das damit für die Deutsche Bank zusammenhängende Geschäftspotenzial beurteilen wir als beträchtlich" (Deutsche Bank 2012, S. 29).

"Wir müssen Strukturen und Abläufe für die Korruptionsbekämpfung immer wieder überprüfen und an aktuelle Erfordernisse anpassen. [...] Dadurch schützen wir unsere Integrität und Vertrauenswürdigkeit – und schaffen die Voraussetzung für nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg" (Commerzbank 2012, S. 66).

Ökologische und soziale Aspekte werden auf eine ökonomische Ebene übertragen, um sie auf diese Weise zu legitimieren. Es wird in nachhaltige Projekte investiert, die einer Vorabfinanzierung bedürfen und Renditechancen eröffnen (Commerzbank 2012, S. 7). Oder es werden anhand von Nachhaltigkeitskriterien zusammengestellte Fonds an normativ orientierte AnlegerInnen vertrieben (Deutsche Bank 2012, S. 33). Nachhaltiges Wirtschaften senkt Kosten und mindert Risiken. Das Wort 'Risiko' nimmt dabei unterschiedliche Bedeutungen an. Zum einen sind Nachhaltigkeitsrisiken im Sinne negativer ökologischer und sozialer Auswirkungen nicht-nachhaltigen Wirtschaftens gemeint, die letztlich in ein Verlustrisiko für Investitionen münden (DZ-Bank 2011, S. 27; LBBW 2012, S. 13). Nachhaltiges Handeln in ökologischen und sozialen Bereichen verringert also ökonomische Risiken, deren Bewertung zentral für den Erfolg von Banken ist. Zum anderen besteht ein Reputationsrisiko durch nicht-nachhaltiges Handeln. Angesichts eines gestiegenen Nachhaltigkeitsbewusstseins ist dieses mittelbar ebenfalls für den wirtschaftlichen Erfolg von Bedeutung.

"Die aktuellen Entwicklungen bei gesellschaftlich akzeptierten Nachhaltigkeitszielen beeinflussen die Chancen und Risiken der Commerzbank im Markt. Mit Nachhaltigkeitsfragen verbundene Risiken fließen insbesondere über das Reputationsrisiko-Management in die Gesamtrisiko-Strategie und -Steuerung der Bank ein" (Commerzbank 2012, S. 7).

Mit der ökonomischen Begründung nachhaltigen Handelns kommen die Banken zwar auch den Interessen der InvestorenInnen als wichtigen Adressaten der Nachhaltigkeitsberichte nach, reproduzieren dabei aber vor allem Nachhaltigkeit unter Anwendung finanzwirtschaftlicher Rationalitätsmuster. Im Zuge der konstanten Betonung finanzieller Chancen und Risiken gerät Nachhaltigkeit zur Subfunktion

eines finanzmarktrationalen Kalküls. Sie wird einem Mechanismus relativer Bewertung unterworfen. Nachhaltigkeit ist keine unumstößliche Maxime, kein Leitbild, das die generelle Richtung für das Handeln vorgibt, sondern Bestandteil einer Gleichung für die "risiko- und ertragsorientierte Steuerung im Rahmen einer zukunftsorientierten Risikostrategie" (Commerzbank 2012, S. 70). Nachhaltigkeitskriterien werden berücksichtigt, sofern sich daraus wirtschaftliche Chancen ergeben und solange die Chancen konventioneller Maßnahmen und Investitionen nicht größer sind als das Schadenspotenzial der damit verbundenen Risiken. Nachhaltigkeit stellt eine Variable neben den klassischen Anlagekriterien dar, die auf Rendite und Sicherheit einer Investition zurückwirkt. Sie bedeutet keine Re-Evaluation dieser Kriterien, sondern kann mit ihnen verrechnet werden. Die Banken suchen das finanzwirtschaftliche Optimum aus "Verantwortung gegenüber Gesellschaft und Umwelt sowie der notwendigen wirtschaftlichen Rentabilität [...] bei angemessenen risikoadjustierten Renditen" (Deutsche Bank 2012, S. 30).

Als Ergebnis einer solchen finanzmarktrational konstruierten Nachhaltigkeit wird dabei auch der ökologisch-soziale Nutzen gesehen. Mithilfe nachhaltigen Handelns können Banken "Marktchancen nutzen, Risiken vermeiden und zugleich den gesellschaftlichen Beitrag steigern" (DZ-Bank 2011, S. 18). Nachhaltigkeit verliert ihre soziale und ökologische Dimension nicht. Sie wird aber durch deren stetige ökonomische Legitimierung derart reproduziert, dass diese Aspekte nur unter dem Vorzeichen finanzieller Rentabilität überhaupt in Betracht gezogen werden können. Indem Nachhaltigkeit als symbiotischer Wohlklang aus Wirtschaftlichkeit und gesellschaftlichem Nutzen konstruiert wird, werden unwirtschaftliche Bereiche, die sich nicht nach finanzmarktrationalem Muster begründen lassen und diese Symbiose stören würden, weitgehend ausgeblendet.

Voraussetzungen: Widersprüchlichkeit im Konditionalzusammenhang von Nachhaltigkeit und Wirtschaftlichkeit. Diese Ausschließlichkeit unterstreichen die Banken, wenn sie wirtschaftlichen Erfolg zur Vorbedingung für nachhaltiges Handeln erklären. Hier kommt vor allem das Selektionskriterium "Voraussetzungen" zum Tragen. Ohne entsprechende ökonomische Grundlage sei nachhaltiges Handeln nicht möglich.

"Als global agierendes Unternehmen muss die Deutsche Bank international wettbewerbsfähig und finanziell erfolgreich arbeiten. Alles Weitere baut hierauf auf" (Deutsche Bank 2012, S. 20).

"Nachhaltigkeit heißt für uns, verantwortungsbewusst und respektvoll mit Menschen und Umwelt umzugehen. [...] Voraussetzung dafür ist jedoch die zukunftsfähige und ertragsstarke Weiterentwicklung der LBBW selbst" (LBBW 2012, S. 41).

Auf der anderen Seite wird ökonomischer Erfolg mitunter nicht als Vorbedingung, sondern auch als Folge von Nachhaltigkeit konstruiert.

"Die Umsetzung unseres Nachhaltigkeitsprogramms unterstützt das Ziel der Deutschen Bank international wettbewerbsfähig und finanziell erfolgreich zu sein" (Deutsche Bank 2012, S. 50).

"Wir profitieren sichtbar von unserem nachhaltigen Engagement und halten weiter daran fest" (LBBW 2012, S. 6).

Überspitzt formuliert heißt es einerseits: ohne wirtschaftlichen Erfolg keine Nachhaltigkeit; andererseits: ohne Nachhaltigkeit kein wirtschaftlicher Erfolg.

Dieser konditionale Widerspruch lässt sich auflösen, indem man ihn mit der oben analysierten ökonomischen Legitimierung in Verbindung setzt und seine Elemente als Bestandteile desselben Arguments begreift. Zum einen erklären die Banken, nur auf entsprechender wirtschaftlicher Basis nachhaltig handeln zu können. Zum anderen fokussieren sie gerade wirtschaftlich rentable Bereiche. Sie wollen ihrer Aussage nach nachhaltig handeln, können es vermeintlich nur, wenn sie wirtschaftlich erfolgreich sind, und handeln darum dort nachhaltig, wo es sich finanziell lohnt. Das scheinbare Paradoxon verstärkt somit eine finanzialisierte Wahrnehmung von Nachhaltigkeit, in der nur rational erscheint, was den Mechanismen und Motiven der Finanzmärkte entspricht. Was außerhalb dieser Rationalitätsmuster liegt, wird mit Nachdruck ausgeschlossen. Da es der Vorbedingung für Nachhaltigkeit zuwiderliefe, statt sie zu unterstützen, ermöglicht es nicht, sondern behindert aus dieser Sicht nachhaltige Entwicklung und kann folglich nicht als deren Bestandteil gelten. Ebenso wie unter den Prämissen von Finanzmarktrationalität schwarze Zahlen kein hinreichender Beleg für die Wirtschaftlichkeit eines Unternehmens sind (Kädtler 2010, S. 619, 627), sind ökologische und soziale Aspekte ohne finanziellen Vorteil im Endeffekt nicht genug, um von Nachhaltigkeit zu sprechen.

Thematische Engführung: Das Vorgehen der Banken über die implikative Definition von Nachhaltigkeit, deren ökonomische Legitimierung und die Konstruktion einer Symbiose aus Wirtschaftlichkeit und Nachhaltigkeit führt zu starker Selektivität im thematischen Framing. Es dominieren die beiden Themenfelder Klimaschutz und Personalpolitik. Klimaschutz ist das bedeutendste Themenfeld mit unmittelbarem Bezug zum Kerngeschäft der Banken. Diese investieren Kapital in Unternehmen und Projekte, die einen Beitrag zum Klimaschutz leisten, vergeben Kredite, mit deren Hilfe Klimaschutzmaßnahmen finanziert werden, und wickeln als Finanzdienstleister den Handel mit Emissionszertifikaten ab. Klimawandel lässt sich also vor allem über den Finanzierungsbedarf seiner Vermeidungskosten den Mechanismen der Finanzmärkte anschließen und somit in das Kerngeschäft der Banken integrieren. Ihr Engagement können die Banken dabei finanzmarktrational legitimieren. Sie haben den Klimawandel als Risiko für künftige wirtschaftliche Entwicklung erkannt, erzielen insbesondere aber auf den entsprechenden Märkten hohe Renditen. Klimaschutz sei "der Wachstumsmarkt schlechthin" (Commerzbank 2012, S. 46), der "Zuwäch-

se wie nie zuvor" verzeichne (ebd.). Er berge ein beträchtliches Geschäftspotenzial (Deutsche Bank 2012, S. 29), habe sich "im gesamten Kreditgeschäft [...] als Treiber" erwiesen (DZ-Bank 2011, S. 36). Die Banken wollen "das starke Marktwachstum in diesen Segmenten gezielt [...] nutzen" (LBBW 2012, S. 13).

Der zweite große Themenblock umfasst die Personalpolitik der Banken, die im Wesentlichen darauf zielt, in Anbetracht aktueller demografischer Entwicklungen qualifiziertes Personal durch attraktive Arbeitsplätze anzuwerben und seine Leistungsfähigkeit sicherzustellen. So erklären die Berichte beispielsweise, dass Angestellten Karrierechancen unabhängig von Geschlecht und Herkunft geboten werden (KfW 2010, S. 59) und die Vereinbarkeit von Beruf und Privatleben durch flexible Arbeitszeiten oder Kinderkrippen erleichtert wird (Commerzbank 2012, S. 36). Die Banken beziehen sich dabei nicht in erster Linie auf die sozialen Probleme, denen eine solche Personalpolitik begegnet, sondern betonen die Bedeutung, die qualifizierte Angestellte für Wettbewerbsfähigkeit und finanziellen Erfolg haben. Eine attraktive Arbeitgeberin zu sein, wird als notwendige Investition beschrieben.

"Aufgrund demografischer Veränderungen konkurrieren wir zunehmend um die besten Talente. Um auch zukünftig qualifizierte und engagierte Mitarbeiter für uns zu gewinnen, stellen wir sicher, dass wir als attraktiver Arbeitgeber wahrgenommen werden" (Deutsche Bank 2012, S. 25).

"Dass wir erneut als attraktiver Arbeitgeber ausgezeichnet wurden, macht uns stolz und ist wichtig für den künftigen Erfolg, der mehr denn je qualifizierter Nachwuchskräfte und motivierter Mitarbeiter bedarf" (DZ-Bank 2011, S. 5).

"Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten mit hohen Anforderungen an Mitarbeiter und Führungskräfte sind Investitionen in die Gesundheit und Leistungsfähigkeit wichtig. Unser Engagement verstehen wir dabei als strategische Investition in unsere wichtigste Ressource – die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Nicht zuletzt basiert auf ihrem Engagement der Unternehmenserfolg" (LBBW 2012, S. 60).

Anders als Klimaschutz ist die Personalpolitik, wenn auch deutlich ökonomisch legitimiert, nicht unmittelbar an den Finanzmarkt gekoppelt. Der Fokus darauf lässt sich im Ausgangspunkt damit erklären, dass der Produktionsprozess für Finanzdienstleistungen personalintensiv und personalabhängig ist (Eilenberger 2012, S. 176). Indem die Banken also eine essentielle Voraussetzung ihrer Geschäftsfähigkeit durch implikative Konstruktion zu einem zentralen Bestandteil nachhaltigen Handelns machen, ökonomisieren sie den Nachhaltigkeitsbegriff auch in diesem Bereich. Nicht der verantwortungsvolle Umgang mit sozialen Problemen im Geschäftsbetrieb, sondern die Befähigung, erfolgreich an den Finanzmärkten zu operieren, ist der erklärte Zweck der Personalpolitik. Letztlich rechtfertigen die Banken diesen Schwerpunkt daher mit finanzwirtschaftlichen Motiven. Indem sie solche Motive über ihre Personalpo-

litik auf Nachhaltigkeit übertragen, wird diese für finanzwirtschaftliche Motive verzwecklicht und durch sie legitimiert, also finanzmarktrationalisiert.

Bei der hier analysierten Schwerpunktsetzung kann von Engführung gesprochen werden, weil sie zu Auslassungen und Marginalisierungen führt. Die ökologische Dimension von Nachhaltigkeit ist stark auf Klimaschutz verengt, die soziale auf die eigenen Angestellten. Andere Aspekte werden ausgegrenzt oder untergeordnet, d. h. von der Dominanz dieser Themenfelder überlagert. Finanzdienstleistungen zur Entwicklungszusammenarbeit<sup>5</sup> beispielsweise werden zwar genannt, sind aber selten, werden häufig rentabilitätsabhängig gemacht und in der Folge wiederum auf Klimaschutzmaßnahmen verengt (Deutsche Bank 2012, S. 22f., 30). Kulturförderung wird mit der Steigerung der Lebensqualität für Angestellte begründet und darum auf die Standorte der Banken konzentriert (KfW 2010, S. 50).

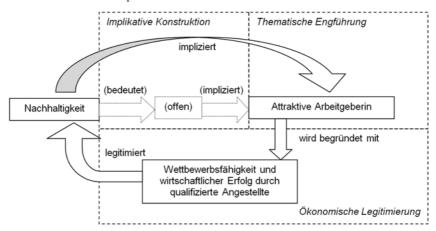
Im Ganzen konstruieren die untersuchten Banken Nachhaltigkeit sehr ähnlich. Es werden dieselben thematischen Schwerpunkte gesetzt und Argumentationsmuster verwendet. Die Einzelanalyse brachte jedoch auch Unterschiede zutage. Das Nachhaltigkeitsverständnis der Deutschen Bank ist besonders durch Exklusion von Aspekten gekennzeichnet, die sich nicht unmittelbar finanzmarktrational legitimieren lassen. Mikrokredite zur Armutsbekämpfung etwa, die durchaus nachhaltigem Wirtschaften hätten zugeordnet werden können, lagert die Deutsche Bank als wohltätiges "Gesellschaftliches Engagement" aus (Deutsche Bank 2012, S. 76f.). Was keine signifikanten finanziellen Chancen birgt, gehört aus ihrem finanzialisierten Blickwinkel nicht unter den Begriff Nachhaltigkeit. Die übrigen Banken vollziehen eine solch scharfe Abtrennung nicht. Insbesondere die Commerzbank setzt mittels implikativer Definition zusätzlich Themenfelder, in denen sie ohnehin tätig ist, und konstruiert diese im Nachhinein als nachhaltig. Darunter fallen die Einhaltung von Gesetzen und Richtlinien (in der Betriebswirtschaft häufig "Compliance" genannt) sowie PR und Marketing. So sollen etwa Finanzbetrug und Terrorismusfinanzierung gesetzlichen Bestimmungen entsprechend unterbunden (Commerzbank 2012, S. 66ff.) oder Museen und Sport gefördert werden (Commerzbank 2012, S. 54-57, 59ff.). Die in diesem Zusammenhang genannten Aspekte werden zwar in der Regel nicht ausdrücklich ökonomisch legitimiert, einhergehend mit einer starken Betonung der Reputationsrelevanz von Nachhaltigkeit wohl aber das Einbetten dieser Aspekte in den Nachhaltigkeitsbegriff als solches.

Die KfW nimmt eine Sonderrolle ein. Die Nachhaltigkeitsstrategie der Bundesregierung dient ihr als legitimatorischer Bezugspunkt (KfW 2010, S. 5ff., 34). Vor dem Hintergrund ihres politischen Auftrages rechtfertigt auch die KfW ihr nachhaltiges Handeln ökonomisch, allerdings aus einer eher volkswirtschaftlichen Perspek-

<sup>5</sup> Zur Problematik des Entwicklungsbegriffes siehe Ziai (2010, S. 401ff.).

tive. Klimaschutz wird nicht in erster Linie als neues Geschäftsfeld gesehen, sondern "schafft neue Arbeitsplätze und reduziert die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen" (KfW 2010, S. 29). Bei der DZ-Bank und der Landesbank Baden-Württemberg schließlich liegen spezielle Beweggründe für die finanzökonomische Legitimierung von Nachhaltigkeit vor. Als Bank des genossenschaftlichen Sektors ist die DZ-Bank ihren Anspruchsgruppen in besonderer Weise verpflichtet und rechtfertigt ihnen gegenüber ihre Nachhaltigkeitsstrategie, bezeichnenderweise "Marktinitiative" genannt (DZ-Bank 2011, S. 19), als Chance für das genossenschaftliche Modell (DZ-Bank 2011, S. 16f.). Die Landesbank Baden-Württemberg hingegen befindet sich derzeit in einer Restrukturierungsphase, die eine deutliche Verkleinerung mit sich bringt (LBBW 2012, S. 7ff.). Nachhaltiges Wirtschaften bietet ihr in diesem Zusammenhang vor allem Kostenersparnis, effektives Risikomanagement und die Möglichkeit, trotz massiven Stellenabbaus im Wettbewerb um qualifizierte Arbeitskräfte nicht ins Hintertreffen zu geraten (LBBW 2012, S. 9, 42, 54, 85).

Abbildung 1: Zusammenspiel von implikativer Konstruktion, thematischer Engführung und ökonomischer Legitimierung am Beispiel der Personalpolitik



In der Zusammenschau der Nachhaltigkeitsberichte ist festzuhalten, dass alle untersuchten Banken bei der thematischen Besetzung des Nachhaltigkeitsbegriffes hochgradig selektiv vorgehen. Mit Klimaschutz und Personalpolitik sind zwei The-

menfelder dominant, die sich nicht in erster Linie aus der Dringlichkeit der dahinter liegenden Probleme ergeben, sondern sich vor allem finanzmarktrational legitimieren lassen. Das bedeutet nicht, dass Klimawandel, demografische Entwicklung und Diskriminierung im Berufsleben keine wichtigen Problembereiche sind. Zentral ist hier, wie gerade diese Themenfelder auf die Nachhaltigkeitsagenda gelangen.

### 5. Fazit

Unsere Untersuchungen haben gezeigt, wie Banken Nachhaltigkeit finanzialisieren. Unter Rückgriff auf implikative Konstruktion, nachgelagerte finanzmarktrationale Begründungen und die Konstruktion einer Symbiose aus Wirtschaftlichkeit und Nachhaltigkeit gelingt es ihnen, trotz der Herausforderung, die Nachhaltigkeit für die Finanzmärkte bedeuten könnte, die im Finanzsystem vorherrschenden Rationalitäts- und Legitimitätsmuster auf Nachhaltigkeit zu übertragen.

Das hat gravierende Folgen. Indem der Finanzialisierungsfilter auf Nachhaltigkeit angewandt wird und nachhaltig nur das ist, was ökonomisch legitimiert werden kann, werden konsequenzträchtige Wertzuschreibungen und Auslassungen vollzogen. Die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit dient als Schließungsmechanismus (vgl. Engelen et al. 2011). Zwar kann auch aus einem im finanzwirtschaftlichen Sinne nachhaltigen Handeln natürlich ökologischer oder sozialer Nutzen entspringen. Der Klimawandel, dem die Banken besondere Bedeutung beimessen, ist zweifelsohne eine der größten globalen Herausforderungen des 21. Jahrhunderts. Er findet seinen Ausdruck aber kaum in einer generellen Überarbeitung von Anlagestrategien. Vielmehr bedeutet Klimaschutz in den Nachhaltigkeitskonzepten der Banken den zusätzlichen Vertrieb spezieller Finanzprodukte mit Klimabezug. Statt den Klimawandel zum Anlass zu nehmen, die bestehende Geschäftspolitik angesichts der ökologischen Auswirkungen substanziell zu überdenken, wird Klimaschutz als zusätzliche Renditechance gesehen. Wachstumskritische Ansätze (vgl. Paech 2005, S. 68f.), deren Umsetzung eine beträchtliche Entlastung der Umwelt mit sich brächte, die aber der finanzwirtschaftlichen renditefixierten Vorstellung von Rationalität nicht entsprechen, sind unter finanzmarktrationaler Prämisse schlechthin nicht denkbar. Auch wird der eingangs dargestellte potenzielle Konflikt zwischen langfristigen und kurzfristigen Zielen nicht aufgedeckt und entsprechend nicht aufgelöst. Zwar ermöglicht ein finanzialisierter Nachhaltigkeitsbegriff den Banken zufolge auch mittelfristige Zielsetzungen, wie sie zum Beispiel mit einer nachhaltigen Personalpolitik verbunden werden. Aber die traditionell mit dem Begriff der Nachhaltigkeit verbundenen sehr langfristigen Denkmuster und Zielsetzungen drohen zu verschwinden.

Im Rahmen finanzialisierter und finanzialisierender diskursiver (Re-)Konstruktion des Nachhaltigkeitsbegriffes schaffen die Banken einen Kontext, in dem sie auf ausgewählte Krisen und Missstände eingehen, ohne vorherrschende Bedeutungsstrukturen substanziell anzutasten und den Modus ihres Wirtschaftens grundlegend in Frage stellen zu müssen (vgl. Elbinghaus und Stickler 1996, S. 161f.). Sie übertragen Finanzmarktrationalität in einem reproduktiven Prozess auf Nachhaltigkeit und entpolitisieren sie auf diese Weise. Dabei nutzen sie nicht nur angesichts der Dominanz entsprechender diskursiver Strukturen Finanzmarktrationalität zur Legitimierung ihrer "nachhaltigen" Aktivitäten, sondern auch angesichts wahrgenommener ökologischer und sozialer Probleme Nachhaltigkeit zur Legitimierung ihres finanzmarktrationalen Handelns und untermauern so letztendlich die Deutungsansprüche ihrer Rationalitätsmuster.

Vor diesem Hintergrund müssen politische Strategien mit einiger Vorsicht betrachtet werden, die Nachhaltigkeitsziele über deren Verfinanzmarktlichung<sup>6</sup> verfolgen, d. h. bestimmte Handlungsfelder in den Fokus finanzmarktrationaler Wahrnehmung rücken. Zwar kann es angesichts der Dominanz finanzialisierter diskursiver Strukturen und der Scharnierfunktionen von Banken als Finanzintermediäre auch aus einer ursprünglich ausdrücklich nicht-finanzmarktrationalen Intention heraus in gewisser Weise klug erscheinen, ökologische und soziale Probleme finanzwirtschaftlichen Mechanismen anzuschließen. Das Erneuerbare-Energien-Gesetz etwa, das feste Einspeisevergütungen garantiert und erneuerbare Energien so auch für Investoren rentabler und sicherer macht (Fischedick und Hennicke 2007, S. 87; Deutsche Bank 2012, S. 33), könnte in Anbetracht des starken Fokus der Banken auf Klimaschutz in diesem Zusammenhang gesehen werden.

Der Anschluss sozialer und ökologischer Bereiche an den Finanzmarkt ist allerdings nicht unproblematisch, denn er wirkt auf die Wahrnehmung von Nachhaltigkeit zurück. Er nährt die konstruierte Symbiose aus Wirtschaftlichkeit und gesellschaftlichem Nutzen, die ihn ebenso auch konstituiert. Er reproduziert den dominanten Diskurs und treibt damit die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit weiter voran, indem er verdrängt, was nach finanzwirtschaftlichen Mechanismen und Motiven nicht funktioniert und nicht vorteilhaft erscheint. Der finanzialisierte Nachhaltigkeitsdiskurs kann seine inhaltlichen Schwerpunkte nur so weit verschieben, wie die finanzmarktrationale Prämisse unangefochten bleibt. Wenn jedoch nicht ökologische, soziale und ökonomische Probleme, sondern die finanziellen Chancen und Risiken, die sich aus bestimmten Lösungsansätzen ergeben, ausschlaggebend für die Nachhaltig-

<sup>6</sup> So bezeichnen Hiß und Kunzlmann (2011, S. 29) den Anschluss von Nachhaltigkeitsindikatoren an den Finanzmarkt.

keitsagenda sind, bleiben zahlreiche Handlungsalternativen von vornherein ausgeschlossen. Ein holistisches Nachhaltigkeitsverständnis kann nicht erreicht werden.

### Literatur

- Doty, R. 1993. Foreign Policy as Social Construction. A Post-Positivist Analysis of U.S. Counterinsurgency Policy in the Philippines. *International Studies Quarterly* 37 (3): 297–320.
- Eblinghaus, H., und A. Stickler. 1996. Nachhaltigkeit und Macht. Zur Kritik von Sustainable Development. Frankfurt: IKO.
- Eilenberger, G. 2012. Bankbetriebswirtschaftslehre. Grundlagen Internationale Bankleistungen Bank-Management. München: Oldenbourg.
- Engelen, E., I. Ertürk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran, A. Nilsson, und K. Williams. 2011. After the Great Complacence. Financial Crisis and the Politics of Reform. Oxford: Oxford University Press.
- Epstein, G. A. 2005. Introduction: Financialization and the World Economy. In Financialization and the World Economy, hrsg. G. A. Epstein, 3–16. Cheltenham: Edward Elgar.
- Fischedick, M., und P. Hennicke. 2007. Erneuerbare Energien. Mit Energieeffizienz zur Energiewende. München: Beck.
- French, S., Leyshon, A., und Wainwright, T. 2011. Financializing Space, Spacing Financialization. *Progress in Human Geography* 35 (6): 798–819.
- Fuchs, D., und A. Kalfagianni. 2009. Discursive Power as a Source of Legitimation in Food Retail Governance. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research* 19 (5): 553–570.
- Hiß, S. und J. Kunzlmann. 2011. Finanzialisierung von Nachhaltigkeit am Beispiel Nachhaltigkeits-Accountings. Zweites Treffen des DFG-Nachwuchsnetzwerks "Politische Ökonomie der globalen Finanzialisierungsprozesse", Mai 2011, Marburg.
- Holzscheiter, A. 2005. Discourse as Capability. Non-State Actors' Capital in Global Governance. Millennium: Journal of International Studies 33 (3): 723–746.
- Kädtler, J. 2009. Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus. SOFI-Arbeitspapier 2009-5.
- Kädtler, J. 2010. Finanzmärkte und Finanzialisierung. In Handbuch Arbeitssoziologie, hrsg. F. Böhle, G. Voß, und G. Wachtler, 619–639. Wiesbaden: VS-Verlag.
- Karsch, W. 2011. Finanzkrise hinterlässt Spuren. TOP 100 der deutschen Kreditwirtschaft. *Die Bank* 8/2011: 48–51
- Mayring, P. 2000. Qualitative Inhaltsanalyse. Forum Qualitative Sozialforschung 1(2). www.qualitative-research.net/index.php/fqs/article/download/1089/2384. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Mayring, P. 2010. Qualitative Inhaltsanalyse. Grundlagen und Techniken. Weinheim: Beltz.
- Milliken, J. 1999. The Study of Discourse in International Relations. A Critique of Research and Methods. European Journal of International Relations 5 (2): 225–254.
- Paech, N. 2005. Nachhaltigkeit zwischen ökologischer Konsistenz und Dematerialisierung. Hat sich die Wachstumsfrage erledigt? *Natur und Kultur* 6 (1): 52–72.
- Patomäki, H. 2001. Democratising Globalisation: The Leverage of the Tobin Tax. London: Palgrave.
- Pauly, L. 1997. Who Elected the Bankers? Surveillance and Control in the World Economy. Ithaca: Cornell University Press.

SRU. 2002. Umweltgutachten 2002. Langfassung. Rat von Sachverständigen für Umweltfragen Bundestagsdrucksache 14/8792, Berlin.

Ziai, A. 2010. Postkoloniale Perspektiven auf "Entwicklung". Peripheri 30 (120): 399-426.

Analysierte Dokumente

Commerzbank, 2012. Eine Bank. Ein Partner. Eine Zukunft. Bericht zur unternehmerischen Verantwortung 2011.

https://www.nachhaltigkeit.commerzbank.de/media/de/finalbilder/nachhaltigkeitsberichte/commerzbank\_cr\_bericht\_2011\_de\_pp.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Deutsche Bank. 2012. Soziales Kapital schaffen. Gesellschaftliche Verantwortung. Bericht 2011.

http://www.deutsche-bank.de/csr/de/docs/CSR\_Bericht\_2011.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

DZ-Bank. 2011. Nachhaltigkeitsbericht 2010. http://nachhaltigkeit.dzbank.de/fileadmin/Nachhaltigkeitsbericht2010/DZ\_BANK\_Nachhaltigkeitsbericht\_2010.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

KfW-Bankengruppe. 2010. Nachhaltigkeitsbericht 2009. http://nachhaltigkeit.kfw.de/DE\_Home/Nachhaltigkeit/Dokumente/KfW\_2009\_Nachhaltigkeitsbericht\_D\_barrierefrei\_endg.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

LBBW (Landesbank Baden-Württemberg). 2012. Zukunftsfähigkeit. Made in Germany. Der Nachhaltigkeitsbericht 2011.

http://nachhaltigkeit.lbbw.de/fileadmin/downloads/pdf/downloadcenter/Nachhaltigkeitsbericht\_2011.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

# Finanzialisierung der Windenergienutzung in Deutschland?

# Entwicklungen im Spannungsfeld von Finanzsektor und Energiepolitik

Britta Klagge/Johanna Anz

## 1. Einleitung

Eine der größten politischen und gesellschaftlichen Herausforderungen in Deutschland und weltweit ist derzeit der Umbau der Energiesysteme in Richtung einer nachhaltigen, auf erneuerbaren Energien (EE) aufbauenden Energieversorgung. Dabei nimmt die Windenergie als ausgereifte und erprobte Technologie bereits jetzt eine zentrale Rolle ein. Sie stellte im Jahr 2011 knapp zwei Drittel der weltweit installierten Kapazität zur Stromerzeugung aus erneuerbaren Energiequellen (große Wasserkraftanlagen ausgenommen) und wird in Zukunft weiter stark wachsen (vgl. Deutsche Energie-Agentur 2011; REN21 2012, S. 13ff.). Um Rahmenbedingungen für eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit von Windenergie gegenüber konventionellen Energieträgern zu schaffen, hat die Politik in verschiedenen Ländern und Regionen Fördermaßnahmen implementiert, die den Ausbau fördern, den Marktzugang vereinfachen und zusätzlich als Anreizinstrumente für Investoren fungieren. In Deutschland geschieht dies vor allem durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG; kurz für "Gesetz für den Vorrang Erneuerbarer Energien"), das einen Einspeisevorrang sowie über dem Marktpreis liegende Einspeisevergütungen für Strom aus Wind (und anderen EE) festlegt. Bau, Betrieb und Finanzierung von Windenergieanlagen erfolgen überwiegend durch privatwirtschaftliche Akteure, die von den Förderanreizen profitieren. Dabei kommt dem Finanzsektor, der Kapital bereitstellt, um Windenergieprojekte umzusetzen, eine immer wichtigere Rolle zu (vgl. von Both 2007, S. 13f.).

Im vorliegenden Beitrag wird diese Entwicklung in den Kontext der Finanzialisierungsdebatte gestellt. Hintergrund ist das gestiegene Interesse von Finanz- und vor allem Kapitalmarktakteuren an der Windbranche und die damit verbundene These, dass mit dem wachsenden Engagement eine zunehmende Einflussnahme auf die Entwicklung und die Strukturen der Windenergienutzung einhergeht. Im Sinne dieser Finanzialisierungsthese geht es darum, zu prüfen, ob es in der Windenergienutzung zu einer Machtverschiebung zwischen Finanz- und Realwirtschaft kommt. Aus humangeographischer Perspektive ist es insbesondere von Interesse, welche Konsequenzen das Engagement des Finanzsektors für die räumliche und maßstabsbezogene Entwicklung der Windenergienutzung hat. Ob durch die Interaktion zwischen Finanzsektor auf der einen und Energiewirtschaft und -politik auf der anderen Seite eher Klein- oder Großprojekte, Bürgerwindparks und Einzelanlagen oder große Onshore- und Offshore-Windparks und dementsprechend eher dezentrale oder zentrale Strukturen in der Windenergienutzung realisiert werden, hat wichtige Implikationen für die Regionalentwicklung und Infrastrukturerfordernisse.

Dezentrale Strukturen haben den Vorteil, dass Anlagen in Nähe der Verbraucherzentren eine nahräumliche Stromversorgung ermöglichen, mit der nicht nur Leitungsverluste minimiert werden, sondern auch der Ausbaubedarf des (Hochspannungs-)Stromnetzes geringer ist. Zudem ist bei dezentralen Anlagen, vor allem wenn vor Ort ansässige Handwerksbetriebe und KMUs bei Anlagenerrichtung, -betrieb und -wartung beteiligt sind, die regionale Wertschöpfung in der Regel höher als bei zentralen Großprojekten. Die regionale Einbettung steigert tendenziell auch die Akzeptanz der Bevölkerung für die Errichtung neuer EE-Anlagen (vgl. BKWK 2004; Agentur für Erneuerbare Energien 2010; Hirschl et al. 2010). Für zentrale Strukturen spricht dagegen die größere Wirtschaftlichkeit, da sich die spezifischen Investitionssummen, aber auch die Betriebskosten bei steigender Projektgröße aufgrund der damit verbundenen Skaleneffekte verringern, und größere Mengen Strom langfristig leichter zu vermarkten sind. Ein Fokus auf Groß- und speziell Offshore-Projekte, die häufig in größeren Distanzen zu Verbraucherzentren realisiert werden, hat darüber hinaus wichtige Konsequenzen für den Ausbau der Stromnetze. Auch dieser Punkt ist bereits Gegenstand einer kontroversen Diskussion in Politik und Öffentlichkeit, die zeigt, welche Bedeutung im Zusammenspiel von Finanzsektor und Energiepolitik liegt und wie dies die Entwicklung und Strukturen der Windenergienutzung beeinflusst.

Zur besseren Einordnung dieser Zusammenhänge wird in Abschnitt 2 zunächst das Konzept der Finanzialisierung für die Windenergienutzung aus einer akteursund institutionenorientierten Perspektive präzisiert. Vor diesem Hintergrund wird in Abschnitt 3 dargestellt, wie sich mit dem Wachstum der Windenergienutzung die Finanzierungs- und Akteursstrukturen in Deutschland verändert haben. Während diese Entwicklungen die These einer Finanzialisierung der Windenergienutzung stützen, verweisen die Befunde zum Wandel des institutionellen Kontexts in Abschnitt 4 stärker auf die prägende Rolle der Politik und damit des Staates, vor allem durch das EEG. Insgesamt verdeutlichen die auf Literatur- und Dokumenten-

recherchen sowie Expertenmeinungen basierenden Analysen die große Dynamik in der Entwicklung der Windenergienutzung, wobei vor allem die absehbare Marktintegration sowie die Internationalisierung der Finanzierungsstrukturen eine weitere Finanzialisierung befördern dürften. In Abschnitt 5 fassen wir unsere Ergebnisse zusammen und geben einen Ausblick auf zukünftige Entwicklungen im Spannungsfeld von Finanzsektor und Energiepolitik.

# 2. Finanzialisierung der Windenergienutzung – eine akteurs- und institutionentheoretische Perspektive

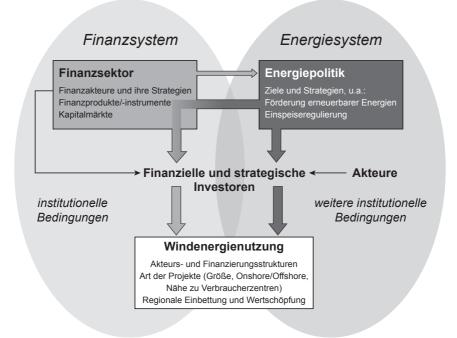
Inwieweit in der Windenergienutzung ein Trend zur Finanzialisierung festzustellen ist, wird im Folgenden im Sinne der critical accounting perspective beleuchtet (vgl. hier und im Folgenden Pike und Pollard 2010, S. 31ff.). Diese Perspektive fokussiert auf Fragen der Unternehmensfinanzierung und damit auf die Mikroebene der handelnden Akteure; insbesondere geht es um "the growing influence of capital markets (their products, actors, and processes) on firm and household behaviours" (Erturk et al. 2007, S. 556). Sie wird von Nölke und Heires (Einleitungskapitel in diesem Band) als sektorale Dimension der Finanzialisierung bezeichnet und stellt neben der regulationstheoretischen und der soziokulturellen Perspektive eine von drei Lesarten der Finanzialisierungsthese dar. Während die regulationstheoretische Perspektive auf der Makroebene ansetzt und die Finanzialisierung als Übergang zu einem finanzdominierten Akkumulationsregime nach Ende des Fordismus begreift (vgl. dazu u.a. Arrighi 1994; Aglietta 1998; Boyer 2000), thematisiert die soziokulturelle Perspektive den zunehmenden Einfluss der Kapitalmärkte auf das Alltagsleben von Individuen und die Investitionskultur von Haushalten; sie ist damit ebenso wie die critical accounting perspective auf der Mikroebene angesiedelt (vgl. dazu u.a. Leyshon und Thrift 2007; Erturk et al. 2008).

Die critical accounting perspective begreift Finanzialisierung als einen Prozess, bei dem der Finanzsektor und vor allem Kapitalmärkte seit den 1970er Jahren immer bedeutender für die Unternehmensfinanzierung wurden. Gleichzeitig, so die weitergehende These, ist es zu einer Machtverschiebung weg von Unternehmen der sogenannten Realwirtschaft, also Wirtschaftsbereichen außerhalb des Finanzsektors, und von politischen Akteuren und Institutionen hin zu jenen des Finanzsektors gekommen (vgl. Phillips 1996; 2002; Clark 2000; Froud et al. 2000; Engelen 2003; Stockhammer 2004). Konkret bedeutet dies, dass unternehmerische Entscheidungen immer stärker an den Profit- und Renditeerwartungen der Finanzakteure und Anteilseigner ausgerichtet werden (Shareholder Value) und der Finanzsektor seinen Einfluss auf die Realwirtschaft immer mehr ausweitet, während die Interessen staat-

licher Akteure und anderer Stakeholder, wie Mitarbeiter oder Kunden, in strategischen Unternehmensentscheidungen weniger Berücksichtigung finden.

Die Windenergienutzung stellt einen Teil der Realwirtschaft dar, der durch umfangreiche und steigende Finanzierungsbedarfe geprägt ist. Die Finanzierungsbeziehungen und -zusammenhänge in der Windenergienutzung sind im Schnittfeld von Finanz- und Energiesystem angesiedelt und erfordern eine Analyse sowohl der Akteurskonstellationen als auch des institutionellen Kontexts, der einen entscheidenden Einfluss auf die Profitabilität der Windenergienutzung hat (Abbildung 1).

Abbildung 1: Schematische Darstellung der Zusammenhänge zwischen Finanzsektor, Energiepolitik und Windenergienutzung



Quelle: eigene Darstellung.

Damit bilden neben Akteuren aus dem Finanzsektor und der Windenergienutzung sowie deren Investitionsstrategien und verwendeten Finanzierungsinstrumenten die institutionellen Bedingungen im Energiesystem (v. a. gesetzliche Regelungen im Feld der Energiepolitik, für Deutschland speziell das EEG) und im Finanzsystem (hier v. a. die Finanzmarktregulierung) die zentralen Analysekategorien für den vorliegenden Beitrag. Ob also Akteure des Finanzsektors im Allgemeinen und des Kapitalmarkts im Speziellen eine zunehmende Bedeutung *als* oder *für* Betreiber und Entwickler von Windenergieprojekten haben, ob sich die Ziele und Strategien der Investoren aus der Energiewirtschaft immer mehr denen von Finanzakteuren angleichen und wie die institutionellen Bedingungen von bestimmten Akteursgruppen beeinflusst werden und dabei bestimmte räumliche Strukturen der Windenergienutzung befördert werden, sind wichtige Fragen, die im Folgenden untersucht werden sollen.

# 3. Veränderung der Finanzierungs- und Akteursstrukturen in der Windenergienutzung

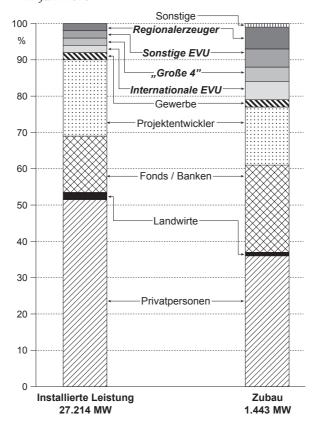
Wachsende Bedeutung von Kapitalmärkten und Kapitalmarktakteuren: Ein Rückblick auf die Entwicklung der Windenergienutzung in Deutschland verdeutlicht, wie sich mit dem Ausbau und der Professionalisierung der Windenergienutzung die Finanzierungs- und Akteursstrukturen verändert haben (vgl. Möst et al. 2005, S. 35; von Both 2007, S. 171ff.; Bruns et al. 2008, S. 13ff.; Campos Silva und Klagge 2011). Zu den "Pionieren" der Windenergienutzung gehören Privatpersonen, Landwirte und kleinere Unternehmen, die bereits in den 1980er Jahren und früher Windenergieanlagen als Projekteigentümer betrieben haben. Sie finanzieren sich meist über Eigenkapital oder klassische Bankkredite, da ihre Projekte aus einer geringen Anzahl von Anlagen bestehen und wenig kapitalintensiv sind. Seit Mitte der 1990er Jahre entstanden vermehrt Bürgerinitiativen, die ihre Windenergieprojekte –deshalb auch als "Bürgerwindparks" bezeichnet – größtenteils über geschlossene Fonds, in die Mitglieder einmalig einzahlen können, finanzieren. Seit Anfang der Jahrtausendwende zählen außerdem immer mehr Investoren aus der Energiewirtschaft und der Windbranche, konkret Energieversorgungsunternehmen (EVUs), Stadtwerke, unabhängige Stromerzeuger (independent power producers – IPPs), Windenergieanlagenhersteller und Projektentwickler, zu den Projekteigentümern. Die Windenergienutzung weist einen engen Bezug zu ihrem Kerngeschäft auf, das durch die Investition in die Windenergienutzung befördert werden soll; damit verfolgen sie auch andere als projektbezogene Rendite- und Diversifikationsziele und werden daher als strategische Investoren bezeichnet. Zur Finanzierung setzen diese zum einen eigene Mittel ein und nehmen zum anderen vorhandene Finanzprodukte in Anspruch (vgl. Deutsche Energie-Agentur 2004, S. 62ff.; UNEP et al. 2010, S. 9).

Finanzprodukte werden den am Projekt beteiligten Privatpersonen, Genossenschaften und Unternehmen von unterschiedlichen Akteuren des Finanzsektors angeboten und reichen von Vor- und Zwischenfinanzierungen, Fonds, Darlehen (Kredite) bis hin zu Leasing- oder Factoring-Modellen (vgl. u. a. Bremer Landesbank 2012; HypoVereinsbank 2012; IKB 2012; Kompass Corporate Finance 2012). Seit Anfang der 2000er Jahre werden außerdem das Instrument der Projektfinanzierung sowie kapitalmarktbasierte Finanzprodukte immer wichtiger. Auch haben sie zum Eintritt neuer Akteure aus dem Finanzsektor in die Finanzierung von Windenergieprojekten geführt. So sind neben Genossenschaftsbanken und Sparkassen, die bereits in der Frühphase der Windenergienutzung Kredite vergeben haben, nun auch private Geschäftsbanken, institutionelle Investoren und andere Kapitalmarktakteure (v. a. Versicherungen, Fondsgesellschaften sowie Private-Equity- bzw. Kapitalbeteiligungsgesellschaften) in der Finanzierung der Windenergienutzung aktiv. Sie engagieren sich zunehmend in der Platzierung von Fonds oder Anleihen und beteiligen sich auch als Eigenkapitalgeber und damit Anteilseigner direkt an Windenergieprojekten (vgl. Gillmann 2011, S. 620f.). Dies ist beispielsweise beim Allianz-Versicherungskonzern und bei der großen US-amerikanischen Investmentgesellschaft Blackstone der Fall, was das gestiegene Interesse der Finanzwelt an der Windenergienutzung verdeutlicht (vgl. Bauchmüller 2011a, 2011b). Diese Investoren aus dem Finanzsektor, die im Gegensatz zu strategischen Investoren als finanzielle Investoren bezeichnet werden, entscheiden primär anhand des Rendite-Risiko-Profils und im Hinblick auf die Diversifikation ihres Portfolios über Investitionen (vgl. Gillmann 2011).

Konvergenzprozesse zwischen strategischen und finanziellen Investoren: Ein weiterer Indikator für den Prozess der Finanzialisierung der Windenergienutzung ist die zunehmende Bedeutung von Kapitalmarktaktivitäten strategischer Investoren. So nehmen einige EVUs, Projektentwickler und IPPs zur Finanzierung ihrer Projekte nicht nur vorhandenes Eigenkapital und vom Finanzsektor angebotene Finanzprodukte in Anspruch, sondern werden selbst als Anbieter von Kapitalmarktprodukten wie Aktien, Anleihen, Genussscheinen oder Fonds aktiv (vgl. u. a. Enova 2012; Juwi Invest 2012; PNE WIND 2012; Windwärts Energie 2012). Indem sie selber als Kapitalmarktakteure auftreten, besitzen neben finanziellen Investoren heute also auch strategische Investoren aus der Wind- bzw. Energiebranche eine wachsende Bedeutung für die Finanzierung großer Windenergieprojekte, speziell für das besonders kapitalintensive Offshore-Segment. Auch wenn kapitalschwächere Investoren wie Landwirte, kleinere Unternehmen und Genossenschaften aktuell noch zu den dominierenden Eigentümergruppen gehören, verlieren sie selbst im Onshore-Bereich tendenziell an

Bedeutung. Dies wird durch die Eigentümerstrukturen von Windenergieprojekten in Deutschland im Jahr 2010 verdeutlicht (vgl. Abbildung 2). Diejenigen Anteile, die einzelne Akteursgruppen an der gesamten installierten Kapazität in diesem Jahr bereits besaßen, weisen eine klare Diskrepanz zu den Anteilen auf, die zugebaut wurden, was u. a. Fonds, Banken und EVUs eine immer bedeutendere Rolle zukommen lässt.

Abbildung 2: Anteile unterschiedlicher Eigentümergruppen an der insgesamt und der neu installierten Leistung aus Windenergie in Deutschland im Jahr 2010



Quelle: Trend research 2011; eigene Darstellung.

Obwohl sich die Interessenslage strategischer und finanzieller Investoren hinsichtlich der Windenergienutzung unterscheidet, haben die zwei Gruppen zunehmend ähnliche Motivationen, und ihre Ziele und Strategien gleichen sich an. Für beide bilden Klimawandel und die angestrebte Energiewende immer wichtigere Bezugspunkte für die Geschäftstätigkeit und damit die Motivation, in die Windenergienutzung zu investieren. Zu nennen sind hier beispielsweise der Wegfall CO,-intensiver Technologiesparten im Unternehmen, die potenziellen ökonomischen Kosten des Klimawandels, Wachstumschancen aufgrund der positiven Zukunftsprognosen und der politischen Förderung der Windenergienutzung sowie Marketingeffekte durch Unternehmensaktivitäten im Nachhaltigkeitssektor (vgl. Stern 2006; Bloomberg New Energy Finance 2011; Bünting und Hüsgen 2011). Damit beginnen die Grenzen zwischen (einigen) Akteuren aus der Energiewirtschaft und dem Finanzsektor zu verschwimmen. Die damit verbundenen Konvergenzprozesse können als ein weiteres Zeichen für einen Prozess der Finanzialisierung gewertet werden, der neben einer gestiegenen Bedeutung von Finanzakteuren also auch Veränderungen bei Akteuren aus der Energiewirtschaft umfasst, die selbst zu Kapitalmarktakteuren werden und dabei finanziellen Investoren immer mehr ähneln.

## 4. Institutioneller Wandel im Schnittfeld von Energie- und Finanzsystem

Die bisher skizzierten Entwicklungen verdeutlichen die wachsende Bedeutung des Finanzsektors und der Kapitalmärkte für die Windenergienutzung, die in Deutschland und auch anderswo jedoch weiterhin stark von (energie-)politischen Unterstützungsmechanismen bestimmt wird. Für die Finanzierung relevant ist darüber hinaus die Finanzmarktregulierung, die über Regelungen zu Akteuren, Produkten und Märkten auch die Finanzierungsoptionen für die Windenergienutzung sowie ihre Attraktivität für Investoren beeinflusst.

Unternehmen können jedoch nicht nur auf politische Fördermaßnahmen und Regulierung reagieren, indem sie ihre Investitionsstrategien daran anpassen, sondern sie können die institutionellen Gegebenheiten durch "politische Unternehmenstätigkeit" in Form von gerichtlichem Vorgehen oder gezielter Lobbyarbeit beeinflussen. Im Fall deutscher EVUs ist beispielsweise bekannt, dass diese lange Zeit Lobbyarbeit gegen das EEG betrieben haben, als sie noch nicht davon profitiert haben (vgl. Stenzel und Frenzel 2008; Laird und Stefes 2009). Da die Einspeisetarife nun aber auch für EVUs gelten und der EE-Sektor für sie zudem aufgrund von Risikodiversifikationszielen sowie positiver Zukunftsprognosen immer attraktiver erscheint (vgl. Bünting und Hüsgen 2011, S. 181ff.), ist es wahrscheinlich, dass ein aktiver Widerstand gegen die Förderpolitik nicht mehr wie in früherem Umfang existiert.

Mit wachsender Rentabilität sowie steigendem Marktpotenzial der Branche ist gemäß der Finanzialisierungsthese davon auszugehen, dass neben Akteuren aus der Energiewirtschaft auch Akteure des Finanzsektors versuchen, die Ausgestaltung der Energiepolitik sowie die für die Windenergienutzung relevante Finanzmarktregulierung ihren Interessen entsprechend zu beeinflussen. Im Folgenden wird untersucht, inwieweit in den Bereichen der Energiepolitik und der Finanzmarktregulierung derartige Finanzialisierungsprozesse stattfinden. Dabei wird insbesondere auf mögliche, auch räumliche Konsequenzen für die Entwicklung und Strukturen der Windenergienutzung eingegangen.

Die Entwicklung der Windenergienutzung ist stark von der Energiepolitik, vor allem der staatlichen Förderpolitik, beeinflusst, die der Umsetzung energiepolitischer Ziele wie Umweltverträglichkeit, Versorgungssicherheit und Wirtschaftlichkeit dient (BDEW 2012). Für den Finanzsektor dagegen hat die erzielbare Rendite oberste Priorität, die auch für strategische Investoren ein wichtiges Ziel bei den Investitionsaktivitäten ist. Investitionsentscheidungen und die sich daraus ergebenden Strukturen der Windenergienutzung sind vor diesem Hintergrund auch von der politischen Förderung abhängig, da diese die Profitabilität von Investitionen (mit)bestimmt (vgl. Enzensberger et al. 2002; Bürer und Wüstenhagen 2009; Taylor 2010; Lüthi und Prässler 2011). In Deutschland sind neben verschiedenen Förderprogrammen (insbesondere der KfW) vor allem die Höhe und langfristige Gewährung der Einspeisevergütungen bzw. – im Falle der Direktvermarktung – die Höhe der Prämien zu nennen, die Preisrisiken ausschließen und damit das Investitionsrisiko auch für weniger finanzstarke Investoren und Projekte gut kalkulierbar machen (vgl. Bürer und Wüstenhagen 2009; Gillmann 2011, S. 63).

Da die politische Förderung der Windenergie in Deutschland weitgehend unabhängig von Projektgröße, Standort und Art des Investors gewährt wird (Ausnahme Offshore-Windprojekte), entscheiden über das räumliche Muster der Windenergienutzung an Land neben den Präferenzen der interessierten Investoren vor allem lokale und regionale Gegebenheiten. Hier sind außer den natürlichen (Wind-)Bedingungen und der Flächenverfügbarkeit vor allem Planungs- und Governanceprozesse vor Ort relevant (Klagge 2012). Anders als in anderen Ländern, wo die Förderung der Windenergie über Quoten und steuerliche Erleichterungen erfolgt, gibt es in Deutschland also keine Diskriminierung kleinerer Projekte und dezentral agierender Investoren (vgl. Laird und Stefes 2009). Vielmehr haben diese auf lokaler und regionaler Ebene eventuell sogar Vorteile, wenn es um Fragen der Akzeptanz und damit die Herstellung der raumplanerischen Grundlagen geht (Klagge und Brocke 2013).

Nichtsdestotrotz gewinnen mit dem Einstieg größerer Investoren aus Energieund Finanzwirtschaft Großprojekte an Bedeutung, da diese *economies of scale* ermöglichen und daher profitabler bewirtschaftet werden können. Damit verbunden ist ein Trend zu stärker zentralisierten Strukturen, der seine Ursache aber weniger in spezifischen Interessen dieser Investoren hat, als vielmehr in der breit angelegten Förderung und dem damit verbundenen Wachstum der Branche im Allgemeinen. Hierzu trägt auch der Ausbau der Offshore-Windnutzung bei, dem von Seiten der Bundesregierung aktuell große Aufmerksamkeit zukommt und die aufgrund der sehr hohen Investitionserfordernisse und der komplizierten Rechtslage hinsichtlich der Netzanbindung und Haftung aktuell nur für kapitalkräftige Investoren interessant ist (vgl. Markard und Petersen 2009).

In der Diskussion über die Energiepolitik sind neben Politik, Verwaltung und Zivilgesellschaft auch und besonders Akteure aus Energiewirtschaft sowie Industrie im Allgemeinen sehr engagiert. Neben Großunternehmen und etablierten Verbänden wie VDI, BDEW und VKU haben in den letzten Jahren vor allem Unternehmen und neu entstandene Verbände mit engerem Bezug zu EE bzw. den liberalisierten Energiemärkten an Bedeutung gewonnen (BEE, BWE, BNE) (vgl. Laird und Stefes 2009; Deutscher Bundestag 2012). In ihrer Lobbyarbeit bzw. "politischen Unternehmenstätigkeit" decken diese Akteure ein breites Spektrum an energie- und industriepolitischen Themen ab.

Hingegen beschränken sich auf die Energiepolitik bezogene Interventionen aus dem Finanzsektor bisher weitgehend auf Aspekte wie Haftungsrisiken, Export-kreditversicherungen und KfW-Förderprogramme. Im Fokus steht dabei besonders die kapitalintensive Offshore-Entwicklung, bei der es den Interessensvertretern des Finanzsektors (z. B. Bankenverband, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft GDV) darum geht, die Finanzierungskonditionen möglichst risikoarm zu gestalten. Ein Gestaltungsanspruch und signifikanter Einfluss der Finanzwirtschaft auf die Energiepolitik ist dagegen bisher nicht zu erkennen. Unabhängig davon wächst allerdings das Interesse des Finanzsektors an der Windenergienutzung als neuem und profitablem Geschäftsfeld und an einer Finanzmarktregulierung, die gute Bedingungen für die Finanzierung von Windprojekten bietet.

Von besonderer Relevanz für die Finanzierungsbedingungen der Windenergienutzung sind die Möglichkeiten für institutionelle Investoren, in die Windenergienutzung zu investieren sowie die Bedingungen zur Bereitstellung von Fremdkapital durch Banken. Aber auch Entwicklungen innerhalb des Finanzsystems und der Wirtschaft insgesamt (Finanz- und Wirtschaftskrise) sowie die Entwicklung branchenspezifischer Finanzprodukte beeinflussen das Anlegerverhalten und sind deswegen für die Finanzierung von Windprojekten bedeutsam.

Maßgeblich für das Engagement institutioneller Investoren sind in Deutschland die Richtlinien der Anlageverordnung (AnlV) und des Investmentgesetzes (InvG),

die bestimmen, in welche Objekte (Unternehmen, Projekte) und unter welchen Bedingungen investiert werden darf. So unterliegt die direkte Beteiligung institutioneller Investoren, die Geld von Privathaushalten anlegen (v. a. Versicherungen, Pensionsfonds), an Projekten, Projektanleihen und geschlossenen Fonds mit Fokus auf die Windenergienutzung starken Restriktionen (Hollenhorst 2011a, 2011b; Bankenverband 2012). Lediglich an offenen Fonds, mit denen in Betreiberunternehmen von Windenergieanlagen investiert wird, dürfen sie sich mittlerweile beteiligen, nachdem der Gesetzgeber im Jahr 2010 die Asset-Klasse "Erneuerbare Energien" explizit in die AnIV aufgenommen hat (vgl. Norton Rose 2010; Hollenhorst 2011b).

Für das Aktionsspektrum von Banken als zentralen Bereitstellern von Fremdkapital für Windenergieprojekte sind die Eigenkapitalanforderungen im Rahmen der Baseler Akkorde von großer Bedeutung. Als Reaktion auf die jüngste Finanzkrise wurden diese Anforderungen für Banken im Rahmen des Reformpakets "Basel III" weiter verschärft, was zur Konsequenz hat, dass Banken weniger Kapital für die Kreditvergabe bereit steht. Da bei der Finanzierung von Windenergieprojekten Fremdkapitalquoten von 70 Prozent und mehr üblich sind (vgl. EWEA 2009; Bankenverband 2012), könnte Basel III den Ausbau der Windenergie in Zukunft erheblich beeinträchtigen (vgl. Taylor 2010). Des Weiteren sind die Refinanzierungsmöglichkeiten von Banken eingeschränkt worden (vgl. Bankenverband 2012), was sich ebenfalls negativ auf die Windbranche auswirken könnte.

Neben diesen Re-Regulierungsmaßnahmen erschweren zudem der Vertrauensverlust von Anlegern auf dem Kapitalmarkt sowie die Verunsicherung von Finanzierern und Kapitalbeteiligungsgesellschaften im Kontext der Finanz- und Schuldenkrise die Kapitalaufnahme für Akteure der Windenergienutzung (vgl. The Economist 2009; UNEP et al. 2009; Taylor 2010; Bettzieche 2011a). Für die Finanzierung der Windenergienutzung in Deutschland hat diese Entwicklung zur Folge, dass auch mittelständische Entwickler und Betreiber bei der Kapitalaufnahme neue Instrumente nutzen, die Kredite oder private Eigenkapitalbeteiligungen ersetzen. Von besonderer Bedeutung sind hier Anleihen und mezzanine Finanzierungsformen, mit deren zunehmender Nutzung die Kapitalmarktorientierung in der Windenergienutzung insgesamt steigt (vgl. Bettzieche 2011b; Bankenverband 2012).

Die bestehenden Einschränkungen bilden zudem einen Anlass für die betroffenen Akteure, auf politischer Ebene Lobbyarbeit für erweiterte Finanzierungsmöglichkeiten zu betreiben. So haben Gruppen wie der Bankenverband oder der GDV in diesem Bereich konkrete Verbesserungsvorschläge formuliert (vgl. Bankenverband 2012; GDV 2012). In diesem Kontext stellte die Etablierung von EE als eigene Asset-Klasse in der AnlV einen ersten wichtigen Meilenstein für die Finanzierung von Wind- und anderen EE-Projekten dar. Dieser befördert die Schaffung einheitlicher

Regelungen in diesem Bereich, erhöht die Sichtbarkeit der Branche in Anlegerkreisen und bildet damit eine gute Grundlage für die Entwicklung neuer Finanzprodukte. Neben der Auflage von branchenspezifischen Fonds ist vor allem die Einführung diverser spezialisierter Indizes durch etablierte Akteure aus dem Finanzsektor ein Hinweis auf Finanzialisierungsprozesse im Bereich der erneuerbaren Energien und speziell der Windbranche (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1: Indizes für Unternehmen der Wind- und Erneuerbare-Energien (EE)-Branche

Indexname, Jahr der Etablierung		Etabliert von	Fokus auf
RENIXX (Renewable Energy Industrial Index)	2002	Internationales Wirtschaftsforum Regenerative Energien (Thinktank aus Münster)	30 Unternehmen, Fokus auf EE
FTSE KLD Global Climate 100 Index	2002	London Stock Exchange, Financial Times	100 Unternehmen, Fokus auf EE
HSBC Global Climate Change Benchmark Index	2003	HSBC (Bank)	328 Unternehmen, Fokus auf EE und Umwelttechnologie
Wilderhill NEX Index	2006	New York Stock Exchange	96 Unternehmen aus 24 Ländern, Fokus auf EE
ÖkoDAX	2007	Deutsche Börse	10 Unternehmen mit Sitz in Deutschland, Fokus auf EE
First Trust ISE Global Wind Energy Index	2008	First Trust (Bank)	49 Unternehmen, Fokus auf Windbranche
NASDAQ OMX® Clean Edge® Global Wind Energy Index	2008	NASDAQ (Börse)	33 Unternehmen, Fokus auf Windbranche

Quelle: Internetrecherche.

#### 5. Fazit

Mit dem Wachstum der Windenergienutzung ist der Finanzierungsbedarf für Windprojekte größer geworden. Akteure des Finanzsektors spielen neben strategischen Investoren aus der Energiewirtschaft eine zunehmend wichtige Rolle als Kapitalgeber und haben teilweise eigene Geschäftsbereiche für EE bzw. die Finanzierung von Windprojekten definiert. Gleichzeitig ist die Bedeutung von Kapitalmarktprodukten gestiegen und hat u. a. zur Etablierung einer eigenen Asset-Klasse für EE sowie zur Entwicklung diverser branchenspezifischer Indizes geführt. Insbesondere weisen auch einige strategische Investoren eine wachsende Kapitalmarktorientierung auf, so dass die Grenzen zwischen Finanzsektor und Energiewirtschaft teilweise nicht mehr deutlich sind. Diese Entwicklungen bei den Akteursstrukturen und Finanzprodukten stützen die These einer Finanzialisierung der Windenergienutzung. Damit ist bisher allerdings nur eingeschränkt eine Machtverschiebung von der Realzur Finanzwirtschaft verbunden.

Die Analyse des institutionellen Kontexts sowie vorhandene Erkenntnisse zu den Faktoren, die die Entwicklung der Windenergienutzung beeinflussen, zeigen, dass hier die Energiepolitik, also staatliche Akteure und Förderprogramme, für die entscheidenden Weichenstellungen verantwortlich ist. Zwar gibt es durchaus Veränderungen in der Energiepolitik sowie in der Finanzmarktregulierung und auf den Finanzmärkten, die die Bedeutung des Finanzsektors und von Kapitalmarktakteuren für die Windenergienutzung stärken. Doch gehen diese Entwicklungen bisher kaum mit einem wachsenden Einfluss dieser Akteure auf die Strukturen, vor allem auf das räumliche Muster der Windenergienutzung, einher. So ist die Finanzierung der Windenergienutzung aktuell durch eine wachsende Vielfalt der beteiligten Finanzakteure und deren Finanzierungsschwerpunkte geprägt. Während regionale Banken eher, aber nicht ausschließlich kleinteilige Projekte finanzieren und damit dezentrale Strukturen befördern, sind die erst vor Kurzem aktiv gewordenen großen Banken und Kapitalmarktakteure ebenso wie finanzstarke strategische Investoren tendenziell an größeren Projekten interessiert.

Unsere Analysen deuten darauf hin, dass mit dem weiteren Wachstum der Windbranche vor allem finanzstarke Investoren und Kapitalmarktakteure und damit eher zentrale Strukturen an Bedeutung gewinnen werden, wenn nicht z. B. Stadtwerke, lokal verankerte Genossenschaften und weitere regionale Akteure durch besondere Fördermaßnahmen für dezentrale Anlagen und deren Finanzierung gegensteuern. Für die Frage nach der Finanzialisierung der Windenergienutzung ist damit neben dem zukünftigen Wachstum der Windbranche vor allem die weitere Entwicklung des institutionellen Kontexts relevant. Dabei unterliegen sowohl die Finanzmarktregulierung als auch die Energiepolitik, aber auch die den Ausbau der Windenergie betreffende Raumplanung zurzeit sehr dynamischen Veränderungsprozessen, an deren Gestaltung Akteure des Finanzsektors bisher nur teilweise beteiligt sind. Mit dem erwarteten Wachstum der Windenergienutzung, mit der Annäherung der Stromgestehungskosten für Windenergie an jene für konventionell erzeugten Strom sowie mit der Marktintegration ist allerdings eine Emanzipation der Windenergie-

nutzung von der Energie- und Förderpolitik durch das EEG zu erwarten – und damit auch eine Situation, die den Ausbau zentraler Strukturen Vorschub leistet (vgl. Wassermann et al. 2012, S. 63).

Die Ergebnisse zur Veränderung der Akteurs- und Finanzierungsstrukturen in der Windenergienutzung zeigen, wie staatliches Handeln in Form von Gesetzen und Förderprogrammen Anreiz- und Gelegenheitsstrukturen für das Engagement von Finanzakteuren schafft und damit Finanzialisierungsprozesse befördern oder sogar auslösen kann. So stellt der wachsende Einfluss des Finanzsektors auf die Windenergienutzung eine – möglicherweise nicht-intendierte – Folge der Förderpolitik im Kontext der Energiewende dar, deren zügige Umsetzung ohne die Mitwirkung der Finanzwirtschaft nicht denkbar ist. Auch wenn eine Übertragbarkeit auf andere Branchen vor diesem Hintergrund nur eingeschränkt möglich ist, so verdeutlicht das Beispiel der Windenergienutzung doch, dass Finanzialisierungsprozesse auch politisch gesteuert werden (können) – und lenkt damit den Blick auf die Politik als Auslöser und Gestalter von Finanzialisierungsprozessen.

#### Literatur

Agentur für Erneuerbare Energien. 2010. Kraftwerke für Jedermann. Chancen und Herausforderungen einer dezentralen erneuerbaren Energieversorgung. http://www.unendlich-viel-energie.de/uploads/media/kraftwerke\_fuer\_jedermann.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Aglietta, M. 1998. Le capitalisme de demain. Notes de la Fondation Saint-Simon 101. Paris: Fondation Saint-Simon. Arrighi, G. 1994. The Long Twentieth Century: Money, Power and The Origins of Our Times. London: Verso. Bankenverband. 2012. Positionspapier des Bankenverbandes zur Finanzierung der Energiewende. Bundesverband Deutscher Banken, Juni 2012. https://www.bankenverband.de/downloads/062012/fd-2012-06-07-posp-finanzierung-energiewende.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Bauchmüller, M. 2011a. Blackstone macht Wind. Süddeutsche Zeitung 06. August 2011.

Bauchmüller, M. 2011b. Heuschrecken vor Helgoland. Süddeutsche Zeitung 180 (06.08.2011): 4.

BDEW. 2012. Energiepolitisches Zieldreieck. Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft. http://www.energiedebatte.com/wissen/detail/energiepolitisches-zieldreieck.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Bettzieche, J. 2011a. Bankenschwanken. Neue Energie 2011 (11): 74-75.

Bettzieche, J. 2011b. Kraft auf Zeit. Neue Energie 2011 (8): 76-79.

BKWK. 2004. Fakten und Thesen zur Dezentralisierung der Stromerzeugung. Bundesverband Kraft-Wärme-Kopplung. http://www.bkwk.de/download/Fakten\_Thesen.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

Boyer, R. 2000. Is a finance-led Growth Regime a viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and* Society 29 (1): 111-145.

Bremer Landesbank. 2012. Erneuerbare Energien. Ein verlässlicher Partner – bundesweit. http://www.bremerlandesbank.de/unternehmenskunden/erneuerbare-energien/. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

- Bruns, E, J. Köppel, D. Ohlhorst, und S. Schön. 2008. Die Innovationsbiographie der Windenergie. Absichten und Wirkungen von Steuerungsimpulsen. Münster: LIT Verlag.
- Bünting, H., und T. Hüsgen. 2011. Strategien von EVU im Bereich Erneuerbare Energien. In *Finanzierung Erneuerbarer Energien*, hrsg. M. Gerhard, T. Rüschen, und A. Sandhövel, 175-194. Frankfurt: Frankfurt School Verlag.
- Bürer, M. J., und R. Wüstenhagen. 2009. Which Renewable Energy Policy is a Venture Capitalist's best Friend? Empirical Evidence from a Survey of International Cleantech Investors. *Energy Policy* 37: 4997-5006.
- Campos S., P. und B. Klagge. 2011. Branchen- und Standortentwicklung der Windindustrie in globaler Perspektive: kontinuierliche Pfadentwicklung und die Rolle der Politik. *Geographica Helvetica* 66 (4): 233-242.
- Clark, G. 2000. Pension Fund Capitalism. Oxford: Oxford University Press.
- Deutsche Energie-Agentur. 2004. Finanzierungs-Know-How. Handbuch für Erneuerbare Energien im Ausland. Berlin: Deutsche Energie-Agentur.
- Deutsche Energie-Agentur. 2011. Windenergie Ausblick. http://www.renewables-made-in-germany.com/de/start/windenergie/windenergie/ausblick.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Deutscher Bundestag. 2012. Bekanntmachung der öffentlichen Liste über die Registrierung von Verbänden und deren Vertretern. http://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/parlamentsarchiv/sachgeb/lobbyliste/lobbylisteamtlich.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Engelen, E. 2003. The Logic of Funding European Pension Restructuring and the Dangers of Financialisation. *Environment and Planning A* 35: 1357-1372.
- Enova. 2012. Privatanleger vertrauen auf ENOVA. http://www.enova.de/index.php?m=1&hid=310. Zuge-griffen: 14. Dezember 2012.
- Enzensberger, N, M. Wietschel, und O. Rentz. 2002. Policy Instruments Fostering Wind Energy Projects a multi-perspective Evaluation Approach. *Energy Policy* 30: 793–801.
- Erturk, I., J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2007. The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions. *Review of International Political Economy* 14 (4): 553-575.
- Erturk, I., J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2008. Financialization at Work: Key Texts and Commentary. London: Routledge.
- EWEA. 2009. Wind Energy, the Facts. European Wind Energy Association. London: Taylor & Francis.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal, und K. Williams. 2000. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. Economy and Society 29 (1): 80-110.
- GDV. 2012. Positionspapier zur Verbesserung der Bedingungen für Investitionen in Erneuerbare Energien und Infrastruktur. Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft. http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2012/04/Positionspapier.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Gillmann, J.-P. 2011. Erneuerbare Energien als strategisches Geschäftsfeld von Banken. In Finanzierung Erneuerbarer Energien, hrsg. M. Gerhard, T. Rüschen, und A. Sandhövel, 595-622. Frankfurt: Frankfurt School Verlag.
- Hirschl, B., A. Aretz, A. Prahl, T. Böther, K. Heinbach, D. Pick, und S. Funcke. 2010. Kommunale Wertschöpfung durch Erneuerbare Energien. Institut für Ökologische Wirtschaftsforschung IÖW 196/10. http://www.ioew.de/uploads/tx\_ukioewdb/IOEW\_SR\_196\_Kommunale\_Wertsch%C3%B6pfung\_durch\_Erneuerbare\_Energien.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Hollenhorst, T. 2011a. Fondsstrukturen für institutionelle Investoren Rechtliche Aspekte bei Erneuerbaren Energien Projekten (Vortrag vor dem Verband Geschlossene Fonds, 09.02.2011). http://vgf-summit.de/vortraege\_summit\_2011/Panel%2014%20-%20Renewable%20Energy%20-%20Recht%20 und%20Steuern%20in%20europaeischen%20Projekten%20-%20Watson,%20Farley%20u%20Williams%20LLP/Fondsstrukturen%20fuer%20institutionelle%20Investoren%20-%20Rechtliche%20Aspekte%20bei%20Renewable%20Energy%20Projekten%20-%20RA%20Thomas%20Hollenhorst,%20 Partner,%20Watson,%20Farley%20u.%20Williams%20LLP.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Hollenhorst, T. 2011b. Offene Erneuerbare-Energien-Fonds: Konzeption, Strukturierung und Besonderheiten bei institutionellen Investoren. In Finanzierung Erneuerbarer Energien, hrsg. M. Gerhard, T. Rüschen, und A. Sandhövel, 921-941. Frankfurt: Frankfurt School Verlag.

- HypoVereinsbank. 2012. Renewables. Windenergie Mit uns haben Sie Rückenwind. http://www.hypovereinsbank.de/firmenkunden/portal?view=/firmenkunden/12855.jsp. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- IKB. 2012. Produkte. http://www.ikb.de/produkte/. Zugegriffen: 09. Februar 2012.
- Juwi Invest. 2012. Das Angebot "RegioĒnergie I Festzins" im Überblick. http://juwi-invest.de/produkte/regioenergie\_i\_festzins.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Klagge, B. 2013; im Erscheinen. Governanceprozesse für erneuerbare Energien Akteure, Koordinationsund Steuerungsstrukturen. In *Governanceprozesse für erneuerbare Energien, Arbeitsberichte der ARL*, hrsg. B. Klagge, und C. Arbach. Hannover: Verlag der ARL.
- Klagge, B., und T. Brocke. 2013. Energiewende vor Ort: Dezentrale Stromerzeugung und die Rolle von Stadtwerken und Regionalversorgern. *Geographische Rundschau 65* (1): 13-18.
- Kompass Corporate Finance. 2012. *Unser Leistungsspektrum*. http://www.kompasscf.de/de/leistungen.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Laird, F., und C. Stefes. 2009. The Diverging Paths of German and United States Policies for Renewable Energy: Sources of Difference. Energy Policy 37 (7): 2619-2629.
- Leyshon, A., und N. Thrift. 2007. The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism. *Theory, Culture & Society* 24 (1): 97-115.
- Lüthi, S., und T. Prässler. 2011. Analyzing Policy Support Instruments and Regulatory Risk Factors for Wind Energy Deployment —A Developers' Perspective. Energy Policy 39 (9): 4876–4892.
- Markard, J., und R. Petersen. 2009. The Offshore Trend: Structural Changes in the Wind Power Sector. Energy Policy 37 (9): 3545-3556.
- Möst, D., J. Rosen, und O. Rentz. 2005. Economic Evaluation of Electricity Production from Wind Energy in Germany. In Current Development of Green IPPs: Experiences, Challenges, and Strategies. Workshop of the EC-ASEAN Green Indepedent Power Producers Network, 15th of September, 2005 in Karlsruhe, hrsg. O. Rentz, D. Möst, und A. Eßer, 31-40. Karlsruhe: Universitätsverlag.
- Norton Rose. 2010. Die Novellierung der Anlageverordnung. http://www.nortonrose.com/files/financial-services-news-flash-juli-2010pdf-29570.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Phillips, K. 1996. Arrogant Capital: Washington, Wall Street, and the Frustration of American Politics. Boston: Back Bay Books.
- Phillips, K. 2002. Wealth and Democracy: A Political History of the American Rich. New York: Broadway.
- Pike, A., und J. Pollard. 2010. Economic Geographies of Financialization. Economic Geography 86 (1): 29-51.
  PNE WIND. 2012. Investor Relations. http://www.pnewind.com/de/investor-relations.html. Zugegriffen:
  14. Dezember 2012.
- REN21. 2012. Renewables 2012. Global Status Report. http://www.map.ren21.net/GSR/GSR2012.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Sharif, D., A. Grace, und M. Di Capua. 2011. The Return and Returns of Tax Equity for US Renewable Projects. *Bloomberg New Energy Finance*, November 2011. http://reznickgroup.com/sites/reznickgroup.com/files/papers/taxequity\_reznickgroup\_wp112011.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Stenzel, T., und A. Frenzel. 2008. Regulating Technological Change—The Strategic Reactions of Utility Companies towards Subsidy Policies in the German, Spanish and UK Electricity Markets. Energy Policy 36 (7): 2645–2657.
- Stern, N. 2006. Stern Review: Der wirtschaftliche Aspekt des Klimawandels. Zusammenfassung der Schlussfolgerungen. http://www.hmtreasury.gov.uk/media/A/9/stern\_shortsummary\_german.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Stockhammer, E. 2004. Financialisation and the Slowdown of Accumulation. Cambridge Journal of Economics 28 (5): 719-741.
- Taylor W. 2010. Bridging the Funding Gap: The Financing Challenge for European Cleantech and Renewable Energy. http://cde.cerosmedia.com/1V4ce51a31b42a9447.cde. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- The Economist. 2009. Becalmed. *The Economist* 30. Juli 2009. http://www.economist.com/research/articles-bysubject/displaystory.cfm?subjectid=8780295&story\_id=14140349. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

- Trend Research. 2011. Marktakteure Erneuerbare-Energien-Anlagen in der Stromerzeugung. http://www.kni.de/media/pdf/Marktakteure\_Erneuerbare\_Energie\_Anlagen\_in\_der\_Stromerzeugung\_2011.pdf. pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- UNEP, SEFI, und Bloomberg New Energy Finance. 2010. *Global Trends in Sustainable Energy Investment 2010*. http://bnef.com/Download/UserFiles\_File\_WhitePapers/sefi\_unep\_global\_trends\_2010.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- UNEP, SEFI, und Bloomberg New Energy Finance. 2011. *Global Trends in Sustainable Energy Investment 2011*. http://fs-unep-centre.org/system/files/publications/34/unep\_global\_trends\_2011\_0.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- UNEP, SEFI, Bloomberg New Energy Finance, und Chatham House. 2010. *Private Financing of Renewable Energy a Guide for Policymakers*. http://www.energy-base.org/fileadmin/media/sefi/docs/publications/Finance\_guide\_FINAL-.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- UNEP, SEFI, Bloomberg New Energy Finance, und Frankfurt School of Finance and Management. 2009. The Global Financial Crisis and its Impact on Renewable Energy Finance. http://www.energybase.org/fileadmin/media/sefi/docs/publications/Study\_Financial\_Crisis\_impact\_on\_RE\_.pdf. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.
- Von Both, A. 2007. Die Rolle der Assekuranz bei der Entwicklung regenerativer Energieformen am Beispiel der Windenergie in Deutschland. Duisburg: WiKu-Verlag.
- Wassermann, S, M. Reeg, und W. Hauser. 2012. Auswirkungen der Marktprämie auf die Akteure der Direktvermarktung – ein agentenbasierter Modellansatz. Energiewirtschaftliche Tagesfragen 62 (9): 60-63.
- Windwärts Energie. 2012. *Genussrechte*. http://www.windwaerts.de/de/geldanlage/genussrechte.html. Zugegriffen: 14. Dezember 2012.

# Pensionsfonds-Kapitalismus und privatisierter Keynesianismus.

# Zur Finanzialisierung privater Haushalte

Daniel Mertens/Richard Meyer-Eppler

### 1. Einleitung

"Financialization integrates markets that were separate, like banking for business and consumers, or markets for insurance and real estate. It asks people from all walks of life to accept risks into their homes that were hitherto the province of professionals. Without significant capital, people are asked to think like capitalists." (Martin 2002, S. 12)

Dieses Kapitel untersucht, wie sich Finanzialisierungsprozesse auf Privathaushalte ausgewirkt haben und inwieweit auch beim Verhalten und Handlungskontext der Haushalte von einer Dominanz des Finanzsektors, der Finanzmärkte und der Finanzmotive gesprochen werden kann (Epstein 2005, S. 3). Konkret verstehen wir unter der Finanzialisierung von privaten Haushalten, dass diese unmittelbarer als zuvor in Finanzmärkte eingebunden und dadurch zahlreichen Risiken ausgesetzt sind, die zuvor von kollektiven Akteuren oder von professionellen Intermediären, wie Banken, übernommen wurden (vgl. Martin 2002, S. 12). Um die Rolle von Finanzphänomenen im "alltäglichen Leben" der Haushalte besser zu verstehen, schließen wir uns im Folgenden vereinzelten Versuchen an, Veränderungen des Spar- und Verschuldungsverhaltens in einer einzelnen Betrachtung zusammenzuführen (Langley 2008; Schwartz 2012). Daher untersuchen wir zum einen die Vermögensseite der Haushalte, insbesondere das Pensionsvermögen, zum anderen die Entwicklung der Privatverschuldung über die letzten Jahrzehnte.

Bereits ein erster Blick auf die unkonsolidierten finanziellen Vermögensbilanzen der privaten Haushalte offenbart, dass sowohl das Vermögen als auch die Verschuldung in den von uns betrachteten 15 OECD-Ländern stark zugenommen haben.¹ Während das finanzielle Vermögen zwischen 1995 und 2010 von 176 Prozent

Datenquelle f\u00fcr die Ausf\u00fchrungen in diesem Abschnitt sind die unkonsolidierten "financial accounts" der OECD (http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\_TABLE720#, zugegriffen: 17.

auf 229 Prozent des BIP stieg, nahmen die Verbindlichkeiten von 57 Prozent auf 90 Prozent des BIP zu. Insgesamt sind die Haushalte damit nach wie vor derjenige Sektor, der den anderen volkswirtschaftlichen Sektoren – dem Staat, den Unternehmen und dem Ausland – das meiste Geldvermögen zur Verfügung stellt. Die Tatsache, dass die Verschuldung der Haushalte ebenfalls zugenommen hat, wirft allerdings die grundsätzliche Frage auf, welche politischen und ökonomischen Entwicklungen diese stärkere finanzielle Durchdringung des Haushaltssektors verursacht haben. Interessant scheint hier vor allem, ob die Zunahme sowohl der Ersparnis als auch der Verschuldung auf die gleichen Faktoren, wie etwa die Liberalisierung der Kapitalmärkte, zurückgeführt werden können, oder ob voneinander unabhängige Faktoren gewirkt haben. Zudem ist bemerkenswert, dass die Verbindlichkeiten zwischen 1995 und 2010 mit 58 Prozent deutlich schneller angestiegen sind als das Vermögen, das im gleichen Zeitraum um 30 Prozent zunahm.

Im nächsten Abschnitt diskutieren wir die zentralen Entwicklungen auf der Vermögensseite mit dem theoretischen Ansatz des "Pensionsfonds-Kapitalismus", gefolgt von einer Analyse der Zunahme der Privatverschuldung unter der Perspektive des "privatisierten Keynesianismus" in Abschnitt 3. Im letzten Abschnitt resümieren wir, dass auf beiden Seiten der Vermögensbilanz von Privathaushalten von einer zunehmenden Finanzialisierung gesprochen werden kann. Ein zentraler Mehrwert dieser parallelen Betrachtung des Verschuldungs- und Sparverhaltens privater Haushalte besteht darin, dass wir aufzeigen, welche politischen Entwicklungen Finanzialisierungsprozesse begünstigt und ermöglicht haben.

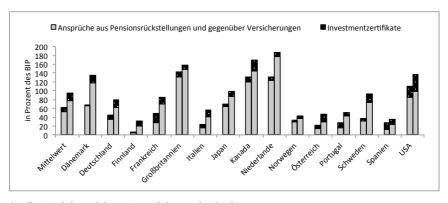
## 2. Pensionsfonds-Kapitalismus und das Pensionsvermögen privater Haushalte

Kürzungen in den gesetzlichen Rentenversicherungssystemen und die fortdauernde Fiskalkrise vieler Staaten haben dazu geführt, dass die private kapitalgedeckte Altersversorge immer bedeutsamer wird (Ebbinghaus und Gronwald 2011). Dabei werden insbesondere individualisierte oder tarifliche Formen der Altersvorsorge politisch gefördert, in denen Haushalte privates Pensionsvermögen für die Altersvorsorge ansparen. Als Konsequenz dieser Entwicklungen ist das Pensionsvermögen der dreizehn

August 2012). In der unkonsolidierten Betrachtung von finanziellen Vermögensbilanzen werden die Transaktionen die innerhalb eines Sektors stattfinden miteinbezogen, wodurch die gesamte Finanzaktivität der Haushalte nachvollzogen werden kann (vgl. Deutsche Bundesbank 2011, S. 5-19).

größten Pensionsmärkte der Welt<sup>2</sup> mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,4 Prozent im Zeitraum von 2001 bis 2011 von 14,8 auf 27,5 Billionen US-Dollar angewachsen (Towers Watson 2012). In seiner absoluten Höhe entspricht das Pensionsvermögen dieser Märkte damit in etwa 13 Prozent des gesamten globalen Finanzvermögens von 212 Billionen US-Dollar und ca. 50 Prozent der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung von 54 Billionen US-Dollar (Roxburgh et al. 2011, S. 2). Von dieser Entwicklung haben insbesondere institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Versicherer und Investmentfonds profitiert, die die Ersparnisse der privaten Haushalte verwalten. Abbildung 1 vergleicht die wachsende Bedeutung von institutionellen Investoren am Beispiel des Finanzvermögens privater Haushalte in den Jahren 1995 und 2010. Im Mittelwert der 15 betrachteten OECD-Länder sind die Ansprüche privater Haushalte gegenüber Pensionseinrichtungen und Versicherungen von 52 Prozent des BIP auf 78 Prozent des BIP gestiegen. Ebenso stieg das in Investmentfonds investierte Privatvermögen im Durchschnitt von 10 Prozent auf 16 Prozent des BIP. Das starke Wachstum des institutionell verwalteten Privatvermögens in Ländern wie Schweden, den Niederlanden und Dänemark verdeutlicht zudem eindrucksvoll, dass sich dieses Phänomen nicht nur auf die USA und Großbritannien beschränkt.

Abbildung 1: Entwicklung des Geldvermögens privater Haushalte aus Pensionsrückstellungen und gegenüber Versicherungen und in Investmentzertifikaten, 1995 (linker Balken) und 2010 (rechter Balken), in Prozent des BIP



Quelle: Nichtkonsolidierte Finanzbilanzen der OECD.

<sup>2</sup> In absteigender Reihenfolge: USA, Japan, Großbritannien, Kanada, Australien, Niederlande, Schweiz, Deutschland, Brasilien, Südafrika, Frankreich, Irland und Hong Kong.

Bereits 1976 bezeichnete Peter Drucker den wachsenden Einfluss von Pensionsfonds auf die kapitalistische Dynamik als eine "ungesehene Revolution" (Drucker 1996/1976). Damals stellte Drucker die provokante These auf, dass die USA das erste wahrhaft sozialistische Land seien, weil sich die Produktionsmittel zu einem erheblichen Teil im Eigentum der Beschäftigten befänden. Konkret spielte er damit darauf an, dass die amerikanischen Pensionsfonds als Treuhänder der Beschäftigten über erheblichen Aktienbesitz und damit Unternehmenseigentum verfügen. Pensionsfonds-Kapitalismus soll demzufolge verstanden werden als ein Kapitalismustyp, in dem Pensionsvermögen im Namen der Beschäftigten und Leistungsempfänger in den Händen von institutionellen Investoren konzentriert und verwaltet wird. Aus dieser Perspektive ist die zentrale analytische Frage, welchen Einfluss Pensionsfonds auf die Eigentums- und Kontrollstrukturen des Kapitalismus haben und wie sich dies auf die Machtbeziehungen zwischen Kapital und Arbeit auswirkt. Gleichzeitig rückt in den theoretischen Blickpunkt, welche Auswirkungen rentenpolitische Entscheidungen auf die Einbindung der Haushalte in die Finanzmärkte und auf die Risikoverteilung zwischen den Akteuren haben, was auch den Fokus der folgenden Betrachtung darstellen wird.

Eine der wichtigsten Entwicklungen im Pensionsfonds-Kapitalismus aus der Perspektive der Haushalte betrifft den Wandel der Zusageformen in den weit verbreiteten tariflichen Pensionsplänen: Wurden in der Vergangenheit oft Leistungszusagen (defined-benefit) gegeben, werden mittlerweile Beitragszusagen (defined-contribution) immer üblicher. Während der Arbeitgeber bei der Leistungszusage dem Arbeitnehmer eine bestimmte Versorgungshöhe garantiert, z. B. einen Prozentanteil des Karrieredurchschnittsgehalts, ist die Versorgungshöhe bei den Beitragszusagen nicht garantiert und hängt vom Investitionserfolg ab. Damit zusammenhängend ersetzen individualisierte Pensionspläne, in denen der Einzelne zwischen Investitionsstrategien und Risikoprofilen entscheiden kann, in zunehmendem Ausmaß kollektive Lösungen, die oft von den Tarifpartnern ausgehandelt werden und dem Mitglied weniger Entscheidungen überlassen. Während das globale Pensionsvermögen in Leistungszusagen von 2000 bis 2010 um durchschnittlich 4,6 Prozent pro Jahr gewachsen ist, ist das Vermögen in Beitragszusagen im gleichen Zeitraum wesentlich dynamischer um 7,9 Prozent pro Jahr angestiegen (Towers Watson 2012, S. 5).3 Einer der Gründe für den Wandel von Leistungszusagen zu Beitragszusagen ist die

<sup>3</sup> Das Pensionsvermögen in Leistungszusagen wächst vor allem deshalb noch, weil Pensionspläne oft nicht ohne weiteres kündbar sind. Neue Pensionspläne sind in den meisten Ländern fast ausschließlich als Beitragszusagen ausgestaltet.

globale Harmonisierung von Rechnungslegungsstandards, die die ausstehenden Pensionsverpflichtungen der Unternehmen in vielen Ländern sowohl transparenter wie auch volatiler gemacht hat (Dixon und Monk 2009). Auch werteten Ratingagenturen zum Teil die Kreditwürdigkeit von Unternehmen auf Grundlage der unzureichenden Ausfinanzierung von Leistungszusagen ab (Neuhaus 2009). Zusammen mit einer ebenfalls kritischen Haltung vieler institutioneller Investoren wird an diesem Beispiel deutlich, durch welche Mechanismen finanzielle Standards und Praktiken Leistungszusagen zunehmend unattraktiv gemacht und sich damit auch auf Privathaushalte ausgewirkt haben. Dabei wird in der Literatur zum Pensionsfonds-Kapitalismus davon ausgegangen, dass der über globale Finanzmärkte vermittelte Wettbewerbsdruck tendenziell zu Konvergenzprozessen in der Rentenpolitik zwischen Ländern führt (Clark 2003; Dixon 2008).

Die andauernde Verschiebung von Leistungs- zu Beitragszusagen hat zur Folge, dass die Finanzmarktrisiken und -entscheidungen stärker bei den Mitgliedern der Pensionspläne individualisiert werden. Politische Entscheidungsträger sind sich in der Regel dieser Entwicklung bewusst und sehen vor allem die Notwendigkeit, dem größeren Risiko für das Individuum durch eine stärkere staatliche Aufsicht und Regulierung zu begegnen, wie etwa durch bessere Finanzbildung und Konsumentenschutz (Ashcroft und Stewart 2010). Oft stehen dabei aus der Verhaltensökonomie abgeleitete Politikinstrumente im Mittelpunkt, wie automatische Mitgliedschaften oder die Vorgabe von sinnvollen Standard-Wahlmöglichkeiten (default options).

Die Individualisierung von Finanzmarktrisiken durch die Rentenpolitik wurde insbesondere für den anglophonen Raum detailliert aufgearbeitet (Langley 2008; Hacker 2008; Zelinsky 2008; Soederberg 2010, Kap. 2). Die Risikoverschiebung weg vom Staat und weg vom Arbeitgeber würde eigentlich erfordern, dass sich Individuen und Haushalte intensiv mit ihrem Pensionsvermögen und ihren Investitionsmöglichkeiten beschäftigen. So hat die Bush-Regierung in den USA in diesem Zusammenhang oft auf die sogenannte Eigentümergesellschaft (ownership society) verwiesen, in der Bürger durch ihr (Sozialversicherungs-)Kapital gesellschaftliche Verantwortung und Kontrolle übernehmen sollen (Waine 2006; Zelinsky 2008). Das Konzept der Eigentümergesellschaft basiert dabei auf zentralen Konzepten des Neoliberalismus, wie der Vorstellung, dass Privateigentum über gesellschaftlichen Status und Integration entscheidet, der engen Definition von Freiheit als der Wahlfreiheit im Markt (etwa über die eigene Sparquote und die Kreditaufnahme) und der Individualisierung von Verantwortung (Langley 2008; Soederberg 2010, Kap. 2). Dem neoliberalen Politikansatz zufolge soll jeder Haushalt durch Finanzmarktbildung und Marktregulierung dazu in die Lage versetzt werden, Risiko und Ertrag bei der privaten Altersvorsorge selbst abzuwägen, um so das Lebenseinkommen und dessen inter-temporale Verteilung bestimmen zu können.

Viele AutorInnen kritisieren die Argumente, die zur Rentenprivatisierung und -vermarktlichung herangezogen werden, als unhaltbar (Erturk et al. 2007; Burtless 2012; Langley und Leaver 2012). So mache die Volatilität und Unberechenbarkeit der Finanzmärkte eine individualisierte Finanz- und Rentenplanung unmöglich (Burtless 2012). Zudem stehe die tatsächliche Finanzmarktbildung der breiten Bevölkerung in einem starken Kontrast zum politisch angestrebten Niveau, so dass eine "Demokratisierung der Finanzen" als schwer erreichbares Ziel erscheint, insbesondere für untere und schlecht gebildete Einkommensschichten (Erturk et al. 2007). Der neoliberale Fokus auf die formale Wahlfreiheit am Markt ignoriere neben dem Problem der wachsenden Einkommensungleichheit unter anderem auch die strukturelle Ungleichbehandlung von weiblichen und männlichen Beschäftigten (Strauss 2009) oder die Diskrepanz zwischen den Regelungen für die Betriebsrenten des Managements und denen der Beschäftigten (Waine 2008). Ein Rentensystem, das die konsequente "Selbstdisziplinierung" des Individuums erfordert, produziere zudem nahezu zwangsläufig Widersprüche und Instabilität (Ring 2010; Langley und Leaver 2012). Selbst wenn z.B. alle Rentensparer langfristig planend handeln würden, könnten ihre Anstrengungen dennoch durch unvorhergesehene Ereignisse, Wirtschafts- und Finanzkrisen und die fundamentale Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen untergraben werden. Aus dieser kritischen Perspektive ist die Zukunft aus Sicht des einzelnen Haushalts schlichtweg nicht kalkulierbar und damit nicht kontrollierbar.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass die Risikoverschiebung zu Ungunsten der Haushalte aus einer Kombination von politischen und ökonomischen Dynamiken resultiert. Dabei ist ein sich selbst verstärkender Prozess identifizierbar: je wichtiger die kapitalgedeckte Altersvorsorge, desto stärker können institutionelle Investoren Regierungen und Firmen darauf drängen, ihre Finanzsituation zu verbessern und Risiken auf den Haushaltssektor abzuwälzen. Paradoxerweise haben also gerade die Investmentstrategien und Forderungen der Pensionsfonds, die das Pensionsvermögen im Namen der Beschäftigten und Haushalte treuhänderisch verwalten, die derzeitige Konzentration von bilanziellen Risiken bei den Haushalten mitbedingt (Dixon und Monk 2009, S. 627). Christoph Deutschmann (2008) spricht in einem ähnlichen Zusammenhang davon, dass die Renditeansprüche der von Abstiegsängsten geplagten breiten Mittelschicht realwirtschaftlich schlichtweg nicht zu realisieren sind. Diese Perspektive betont sowohl ein erhöhtes Krisenpotenzial von Finanzmarktblasen als auch eine Verminderung von Innovationsfähigkeit und Unternehmertum aufgrund von ungünstigen Veränderungen in der Sozialstruktur und Vermögensverteilung. Auch die Finanzkrise der Jahre 2007/2008 hat anschaulich verdeutlicht, wie

groß das Investitionsrisiko ist, das zunehmend von den Haushalten getragen werden muss: So verloren die Pensionsfonds der OECD-Länder allein im Jahr 2009 durchschnittlich 23 Prozent ihres Werts, was einer Summe von 5,4 Billionen US-Dollar entspricht (OECD 2009, S. 11).

## 3. Die Verschuldung privater Haushalte und das Regime des privatisierten Keynesianismus

Parallel zur bisher diskutierten Konzentration von Risiken auf der Vermögensseite der Privathaushalte hat sich eine ähnliche Entwicklung auf der Seite der Verbindlichkeiten vollzogen. So lenkte vor allem der der Ausbruch der Finanzkrise in den USA das Augenmerk einer breiten Öffentlichkeit auf die im Vorfeld erfolgte drastische Kreditexpansion: Dort hatten sich die Immobilienschulden der privaten Haushalte zwischen 2001 und 2007 verdoppelt und der Anteil der gesamten Verschuldung der Haushalte am verfügbaren Einkommen war von 80 Prozent im Jahr 1993 auf 130 Prozent im Jahr 2006 angestiegen (Financial Crisis Inquiry Commission 2011, S. 83ff.). Auch in anderen Ländern hatten sich ähnliche Trends gezeigt, die in erster Linie durch Entwicklungen auf den Häusermärkten getrieben waren (Aalbers 2009; Hay 2011). Abbildung 2 zeigt den deutlichen Anstieg in der Verschuldung privater Haushalte zwischen 1995 und 2007. Mit Ausnahme von Deutschland und Japan, wo die Gesamtverschuldung nach 2000 nicht weiter zunahm, erstreckt sich der Befund auf alle abgebildeten Länder. Den größten Teil des Verschuldungsvolumens nehmen dabei Immobilienkredite ein. Die Höchstwerte werden in Dänemark, Großbritannien und den Niederlanden erzielt, wo der Hypothekenanteil zwischen 80 und 90 Prozent der privaten Verbindlichkeiten beträgt. Darauf folgen, je nach Land, Kredite für Konsumzwecke, beispielsweise für Autos oder andere langlebige Konsumgüter, sowie Kredite für Zwischenfinanzierungen, Bildungsausgaben oder den Erwerb von weiteren Vermögenswerten wie Aktien (European Credit Research Institute 2011, Annex 2).

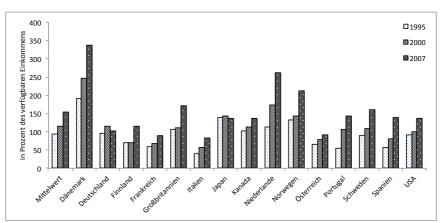


Abbildung 2: Verschuldung privater Haushalte in Prozent des verfügbaren Einkommens, 1995-2007

Quelle: Nichtkonsolidierte Finanzbilanzen der OECD.

Einer der prominentesten Versuche, diese Entwicklungen konzeptionell zu fassen, stammt von Colin Crouch (2009; 2010). Er beschreibt anhand der USA und Großbritannien, wie das fordistische Regime des Nachkriegskapitalismus, das auf der Komplementarität von Massenkonsum und industrieller Massenproduktion sowie Keynesianischer Nachfragesteuerung und Vollbeschäftigungspolitik beruhte, im Zuge der Inflations- und Wachstumskrisen der 1970er Jahre unter erheblichen Druck geriet. Die darauf folgende Diffusion neoliberaler Politikmodelle leitete eine Periode wettbewerbsschaffender Deregulierungs- und Liberalisierungspolitik ein, in der Preiswertstabilität vor Vollbeschäftigung priorisiert wurde und in der die Bedingungen für ein neues Regime entstanden, das Crouch (2009) als privatisierten Keynesianismus bezeichnet. Dieses Regime beruht auf der politischen Absicherung eines Systems regulierter und deregulierter Märkte, in dessen Zentrum die beträchtlichen Immobilien- und Konsumentenschulden niedriger und mittlerer Einkommensschichten stehen (Crouch 2009, S. 382). Die Verschuldung privater Haushalte tritt hier an die Stelle des keynesianischen deficit spending, der kreditfinanzierten Staatsausgaben, um "antizyklisch Schwankungen der kapitalistischen Wirtschaft auszugleichen und somit das System zu stabilisieren" (Crouch 2010, S. 122).<sup>4</sup> Die Expansion der Kre-

<sup>4</sup> In ähnlicher Weise, aber die Rolle der US-amerikanischen Zentralbank stärker betonend, hat auch Robert Brenner den Paradigmenwechsel hin zur privaten Verschuldung beschrieben: "In effect,

ditmärkte, insbesondere für Immobilienkredite, aber auch für Kreditkarten und Autofinanzierungen, bildet den Grundpfeiler für ein durch Konsumentenschulden finanziertes Wachstumsmodell und füllt die Lücke, die durch stagnierende Reallöhne und die Dekollektivierung von Arbeitsbeziehungen entstanden ist. Wie Wolfgang Streeck (2011, S. 17) ergänzt, ging die Privatisierung der Schuldenaufnahme mit der Konsolidierung öffentlicher Haushalte einher und verlagerte infolgedessen das Risiko zur Finanzierung von kollektiven Gütern wie Bildung und Wohnraum teilweise von der staatlichen in die Haushaltssphäre (vgl. dazu auch Hacker 2008). Kurzum: das Regime des privatisierten Keynesianismus vereinigt Nachfrageimpulse zur Erzeugung wirtschaftlicher Stabilität mit der Bereitstellung von Gütern der Daseinsvorsorge über Kreditmärkte anstelle von Vollbeschäftigung, industrieller Produktion und keynesianischem Wohlfahrtsstaat.

In einer Erweiterung des Konzeptes hat Brigitte Young (2009; 2011) darauf hingewiesen, dass die zentrale Rolle der Immobilienmärkte für das privatisierte Schuldenregime nur im internationalen Kontext voll erschlossen werden kann. Während die politische Förderung des Wohneigentums unter dem Stichwort der "Eigentümergesellschaft" (s. o.) materiell wie rhetorisch zum Eckpfeiler einer vermögensbasierten Sozialpolitik geworden war, bildeten die mit dem Leistungsbilanzdefizit der USA zusammenhängenden Kapitalflüsse den makroökonomischen Finanzierungskontext. So verweist Young darauf, dass die Liquiditätsüberschüsse der asiatischen und der erdölexportierenden Länder im Zuge des Dollar-Recyclings zurück in den US-amerikanischen Kapitalmarkt flossen und insbesondere den Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere befeuerten (Young 2009, S. 151ff.). Der Präsident des Federal Reserve Board, Ben Bernanke, hatte bereits 2005 auf den Umstand hingewiesen, dass die "Sparschwemme" aus den kapitalexportierenden Ländern die ökonomische Struktur der Vereinigten Staaten insbesondere zugunsten des Immobilienmarktes veränderte, der zugleich von historisch niedrigen Zinsen profitierte (Bernanke 2005). Zugleich waren damit auch die Bedingungen für eine Zunahme der Spekulation auf dem Häusermarkt gegeben, gestützt durch die Möglichkeit der Haushalte bei steigenden Immobilienwerten weitere Kredite auf ihr Wohneigentum aufzunehmen (home equity loans).

Nun ließe sich annehmen, dass die bis hierhin dargestellten Entwicklungen in erster Linie auf die USA bzw. anglophonen Ökonomien zutreffen. In der Tat lässt

the Fed was sustaining a new form of artificial demand stimulus by means of increased private debt, both corporate and consumer, made possible by the rise of equity prices and the resulting wealth effect, rather than relying on the old Keynesian formula based on public deficits" (Brenner 2003, S. 175). Colin Hay (2011, S. 9) hat hingegen angemerkt, dass die Analogie zum "alten Keynesianismus" dadurch eingeschränkt wird, dass dessen privatisierte Form sich prozyklisch, und nicht antizyklisch, entfaltete.

sich längst nicht bei allen Ländern, die eine hohe oder stark steigende Privatverschuldung ausgewiesen haben, von privatisiertem Keynesianismus sprechen, unter anderem, weil sich das zunehmende Kreditvolumen nicht immer in höheren Konsumund Investitionsquoten niedergeschlagen hat (Stockhammer 2007, S. 645). Dennoch scheint es aufgrund vieler länderübergreifender Trends – Umbau des Wohlfahrtsstaates, Liberalisierung von Finanzdienstleistungen, Häuserpreisentwicklung – plausibel, dass konstitutive Elemente des beschriebenen Regimes nicht auf die anglophonen Ländern beschränkt bleiben. Ein Blick auf die Finanzmotive der Haushalte sollte dies unterstreichen.

Verschuldungsmotive der privaten Haushalte: Ein häufig angebotenes Interpretationsschema für die vermehrte Nutzung von Kreditkarten und Konsumentenkrediten durch Privathaushalte ist die Veränderung von Konsumnormen und Einstellungen zu Geld und Kreditnutzung (Cynamon und Fazzari 2008). Dieser Ansicht zufolge waren viele Menschen auf "shopping tour", bei der die tugendhafte Sparsamkeit zugunsten einer stärkeren Konsumneigung über Bord geworfen wurde (vgl. Hacker 2008, S. 96).6 Im Gegensatz dazu hat Christian Weller (2007) gezeigt, dass der Schuldenanstieg vor dem Hintergrund eines schwachen Arbeitsmarktes und steigender Preise stattgefunden hat und eher als Resultat ökonomischer Notwendigkeit als verschwenderischer Konsumaktivität zu bewerten ist. Dieser Ansicht folgen auch die AutorInnen, die eine dispersive Einkommensentwicklung und stagnierende Reallöhne ins Zentrum ihrer Analysen stellen. So haben Raghuram Rajan (2010, S. 9) zufolge Regierungen den Zugang zu Krediten erleichtert, um die Ängste der Mittelschicht vor sozialem Abstieg zu adressieren, die mit steigender Einkommensungleichheit einhergehen. Allerdings haben einschneidende Arbeitsmarktreformen und wirtschaftspolitische Weichenstellungen überhaupt erst diesen Druck auf die Löhne erzeugt und damit eine der zentralen Bedingungen für die erhöhte Nachfrage nach Krediten hergestellt (Montgomerie 2006a, 2007). Auch wenn es einer Mikro-Betrachtung der Kreditentscheidungen privater Haushalte bedarf, um diesen kausalen Zusammenhang nachzuweisen, so geht der Befund steigender Ungleichheit weit über die anglophonen Länder hinaus und hat rund zwei Drittel der OECD-Länder seit Beginn der 1980er Jahre erfasst (OECD 2008, S. 38).

Ein weiterer Literaturstrang nimmt für die Finanzmotive der Haushalte den Umfang wohlfahrtsstaatlicher Leistungen genauer in den Blick und identifiziert einen *credit/welfare state trade-off* (Prasad 2012), insbesondere im Fall von Immobilienkrediten (Schwartz 2012; Schwartz und Seabrooke 2008). Das Argument lautet

<sup>5</sup> Vgl. Schwartz (2009) für eine erweiterte internationale Perspektive.

<sup>6</sup> Die konservative Auslegung dieser Entwicklung findet sich unter anderem bei Dahrendorf (2009), der den Verfall der protestantischen Ethik im gegenwärtigen "Pumpkapitalismus" verhandelt.

zusammengefasst, dass die Nachfrage nach Krediten umso geringer ist, je ausgebauter die wohlfahrtsstaatlichen Leistungen der Daseinsvorsorge sind. Daraus folgt, dass die Erosion sozialstaatlicher Arrangements zu einer größeren Abhängigkeit der Privathaushalte von Immobilienvermögen als Form sozialer Sicherung und damit auch zu dem beobachteten Anstieg der Hypothekenverschuldung geführt hat (Schwartz 2012, S. 37). In den USA wurde die damit verbundene Idee der vermögensbasierten Sozialpolitik mit Hilfe quasi-öffentlicher Förderschemata institutionalisiert, deren Bestandteil es auch war, mehr Menschen in den "finanziellen Mainstream" zu bringen (Shapiro und Wolff 2001, S. 6; vgl. auch Mader in diesem Band). In diesem Sinn kann vor dem Hintergrund einer zunehmenden Vermarktlichung und Privatisierung der Altersvorsorge nicht nur der oben beschriebene Aufstieg des Pensionsfonds-Kapitalismus verstanden werden, sondern auch die Verbreitung eigentumsbasierter Absicherung, d. h. insbesondere die Kreditaufnahme zum Erwerb von Wohnimmobilien.

Unter den vorangestellten Gesichtspunkten ist die Finanzialisierung privater Haushalte vor allem mit der rasanten Bedeutungszunahme von Krediten verbunden, die der sozialen Absicherung und den privaten Investitionen in Bildung und Wohneigentum dienen – aber auch mit alltäglichen Konsumpraktiken. Um die Risikoverschiebung zu Lasten der Haushalte deutlich zu machen, sollte Folgendes in Erinnerung gerufen werden: Einen Kredit aufzunehmen bedeutet einen Teil des zukünftigen Einkommens für Tilgung und Zinszahlungen zu reservieren. Auf Seiten des Kredits können Risiken entstehen durch Zinsschwankungen, beispielsweise wenn ein Immobilien- oder Ratenkredit mit einem variablen Zinssatz abgeschlossen wurde oder der Marktzins für Überziehungs- und Kreditkartenkredite steigt. Wenn Kredite in einer anderen Währung aufgenommen werden, kommt auch ein Wechselkursrisiko hinzu, das die finanzielle Absicherung privater Haushalte ins Wanken bringen kann. Das Risiko entsteht verschuldeten Haushalten aber auch dadurch, dass ihr Arbeitseinkommen und dessen soziale Absicherung unbeständiger werden. So stehen bei Eintritt der Arbeitslosigkeit für die Kreditbegleichung notwendige und erwartete Einkünfte nicht mehr ohne weiteres zur Verfügung. Dadurch wird der bloße Anstieg der Verschuldungsgrößen zum potenziellen Überschuldungsrisiko, deren letztes Sicherheitsnetz die Privatinsolvenz ist (Sullivan et al. 2001).<sup>7</sup> In welchem Maße der Nexus von Privatverschuldung und Dominanz von Finanzinteressen auf Entwicklungen im Finanzsektor selbst zurückzuführen ist, veranschaulicht der nächste Abschnitt.

Zur Verbindung von Finanzmärkten und verschuldeten Haushalten: Eine zentrale Rolle im Prozess der Finanzialisierung privater Haushalte haben Banken und bankenähnliche Organisationen eingenommen. Auf der einen Seite agieren sie als Vermitt-

<sup>7</sup> Für eine weitergehende Diskussion zum Verhältnis von Finanzialisierung und Risiko siehe Martin (2002, S. 103ff.).

ler von Krediten an Einzelpersonen, auf der anderen Seite emittieren und handeln sie mit Wertpapieren, die auf diesen Krediten basieren. Für einige AutorInnen ist das offensive Kreditmarketing bei gleichzeitiger Lockerung der Kreditvorschriften seitens der Banken, insbesondere im Kreditkartengeschäft, einer der Hauptgründe für eine steigende Konsumentenverschuldung (vgl. für eine Übersicht Montgomerie 2007). Die Ausweitung von Konsumenten- und Immobilienkrediten hat das Einkommen privater Haushalte stärker als Gewinnquelle für Kreditinstitute erschlossen und nicht nur in den USA die Geschäftsstruktur vieler Banken verändert (Lapavitsas 2009). Diese "neue Kreditwirtschaft", wie Dawn Burton (2008, S. 67) sie nennt, zeichnet sich darüber hinaus sowohl durch einen neoliberalen regulatorischen Rahmen als auch durch fortgeschrittene Techniken der risikobasierten Preisbildung von Krediten und Bewertungsverfahren zur Einschätzung der persönlichen Kreditwürdigkeit aus (vgl. auch Langley 2008).

Warum insbesondere diese Techniken zu einem konstitutiven Element der neuen Kreditwirtschaft geworden sind, hat mit der bereits erwähnten anderen Seite der Bankenaktivitäten zu tun, die sich vor allem als Geschichte des Aufstiegs von sogenannten asset-backed securities – forderungsbesicherter Wertpapiere – erzählen lässt. Durch die Verbriefung von Forderungen bündeln Kreditgeber die von ihnen ausgegebenen Kredite zu Wertpapieren, die dann auf den Kapitalmärkten gehandelt werden können.8 Dies erlaubt Banken, Kreditrisiken aus ihren Bilanzen zu verschieben, sich zu rekapitalisieren und weitere Kredite zu potenziell geringeren Kosten anzubieten (Montgomerie 2006b, S. 316). Prinzipiell kann jegliche Kreditforderung verbrieft werden: Kreditkartenkredite, Studienkredite, Autofinanzierungskredite oder Hypothekenkredite, wobei letztere anteilig das größte Volumen ausmachen. Vor allem auf letzteren beruhende mortgage-backed securities haben zu einer engen Verknüpfung von Hausbesitzern und global agierenden Investoren geführt sowie die Entwicklung von Häusermärkten an die Entwicklung von Finanzmärkten – und vice versa – angebunden (Aalbers 2008). Dieser Trend zur Verbriefung, der in den USA nicht zuletzt aufgrund staatlichen Engagements seinen Ausgang genommen hatte, hat im Jahrzehnt vor der Finanzkrise eine gewaltige Dynamik entfaltet. Das Volumen nahezu aller auf private Kreditverbindlichkeiten basierender Wertpapiere stieg bis 2007 stetig an. Allein der Bestand nochmals gebündelter und tranchierter Forderungen in CDOs (collateralized debt obligations) kletterte von 1,5 Milliarden US-Dollar im Jahr 1991 auf 1.134 Milliarden im Jahr 2007 (SIFMA 2012). Wie Manuel Aalbers (2008, S. 155) zeigt, ist mit etwas Verspätung auch der europäische Markt gewachsen, wenngleich auf niedrigerem Niveau. Allerdings unterscheiden sich die nationalen Verbriefungs-

<sup>8</sup> Für eine verständliche Einführung in die komplexen Abläufe des Verbriefungsprozesses siehe Ricken (2008).

emissionen erheblich in der Bedeutung einzelner Sicherheiten. Während beispielsweise in den Niederlanden private Hypothekenkredite den Markt dominieren, sind es in Deutschland verbriefte Autokredite (EZB 2011).

Der Aufstieg strukturierter Finanzprodukte hat Verbraucherkredite für viele Finanzinstitute profitabler und für Haushalte durch ein niedriges Zinsniveau attraktiver gemacht (Schwartz 2009). Erst als die dadurch befeuerten Immobilienblasen in vielen Ländern platzten, wurde den meisten Kreditnehmern ihre Verknüpfung mit den globalen Finanzmärkten offenbart – mit den bekannten Folgen von Insolvenzen und Zwangsvollstreckungen. Sowohl der US-amerikanische als auch der europäische Verbriefungsmarkt sind infolgedessen eingebrochen. Ob damit allerdings auch das Ende des Regimes des privatisierten Keynesianismus eingetroffen ist, wie Crouch annimmt, wird sich noch zeigen müssen.

## 4. Fazit

Unsere einführende Untersuchung von den Vermögensbilanzen privater Haushalte im Ländervergleich zeigt deutlich, dass sich das Spar- und Verschuldungsverhalten in den letzten 20 Jahren stark verändert hat und dass dieser Prozess tendenziell Verantwortung und Risiken bei den Haushalten individualisiert. Dabei ist die zunehmende Finanzialisierung privater Haushalte keinesfalls auf die paradigmatischen Fälle Großbritannien und USA beschränkt, sondern vollzieht sich auch in Ländern wie den Niederlanden oder Dänemark. Es handelt sich also um grenzüberschreitende Trends, wenn auch mit persistenten nationalen Unterschieden in Niveau und Intensität sowie weniger eindeutigen Fällen.

Insgesamt unterstreicht unsere Betrachtung die Bedeutung von politischen Dynamiken für die Finanzialisierung privater Haushalte, wie etwa den Wandel staatlicher Intervention in Folge sozialer, politischer und fiskalischer Krisen (Krippner 2011). So haben sich sowohl der privatisierte Keynesianismus wie auch der Pensionsfonds-Kapitalismus nur auf Grundlage von integrierten und deregulierten globalen Finanzmärkten entwickelt, deren Vielzahl von Finanzinnovationen stetig neue Verschuldungs- und Sparmöglichkeiten schaffen. Gleichzeitig haben die Dominanz neoliberaler Politikgestaltung und Konzepte wie die Eigentümergesellschaft für die Legitimation des neuen Status der Finanzmärkte gesorgt. Politische Weichenstellungen haben zudem erheblich zu den Unbeständigkeiten des Arbeitsmarktes beigetragen und die Verantwortung für Marktinstabilitäten privatisiert. Der Staat tritt trendmäßig weniger als direkter Anbieter wohlfahrtsstaatlicher Leistungen auf, sondern konzentriert sich stärker auf die Funktion, Wohlfahrtsmärkte, wie etwa den Markt für kapitalgedeckte Altersvorsorge, zu regulieren und die öffentlichen und privaten

Angebote zu koordinieren. Die zunehmende Aufnahme von Risiken in die Bilanzen privater Haushalte ist nur vor diesen politischen Hintergründen zu verstehen und lässt Finanzialisierung nicht nur als ökonomisches Phänomen erscheinen, sondern auch als Neukonfiguration des Verhältnisses von Staat und Individuen.

Der hier verfolgte Ansatz, das Spar- und Verschuldungsverhalten parallel als zwei Seiten einer Medaille zu betrachten, ist in der Literatur bislang nur vereinzelt verfolgt worden (Schwartz 2012, S. 45; Aalbers 2008, S. 162; Langley 2008). So betont z. B. Schwartz (2012, S. 45), dass viele Pensionsfonds, basierend auf den guten Bewertungen der Ratingagenturen, in hypothekenbesicherte Wertpapiere und andere strukturierte Finanzprodukte investiert haben. Während diese Marktprozesse im engeren Sinn nur zwischen den Originatoren der Finanzprodukte (den Banken) und den Pensionsfonds abliefen, so stehen doch an beiden Enden private Haushalte als Kreditnehmer und als Sparer. Weitere Forschung sollte auf derartige Wechselwirkungen fokussieren und die Widersprüche und Zielkonflikte klarer herausarbeiten, denen Haushalte aufgrund ihrer Finanzverflechtungen ausgesetzt sind. In welchem Maße steht hinter den aggregierten Vermögensdaten etwa ein Klassenkonflikt? Die Disaggregation der beobachteten Entwicklungen auf unterschiedliche Einkommensschichten könnte ersichtlich machen, ob sich der Anstieg der Privatverschuldung auf die unteren Einkommensschichten konzentriert oder ein übergreifendes Phänomen ist (vgl. Stockhammer in diesem Band). Dies wiederum würde Rückschlüsse auf die komplexe Kausalität zwischen wachsender Ungleichheit und der Finanzialisierung privater Haushalte erlauben. Insgesamt scheint ein besseres Verständnis der Finanzialisierung privater Haushalte dringend geboten, um die andauernden Verschiebungen in kapitalistischen Machtbeziehungen besser zu verstehen. So ergibt sich die gegenwärtige Situation vieler Privathaushalte gerade daraus, dass sowohl Regierungen wie auch Arbeitgeber Risiken auf diese verschoben haben. Paradoxerweise sollen Haushalte nun einerseits umsichtig für die Rente sparen, andererseits konjunkturelle Schwankungen und den Wegfall staatlicher Leistungen durch Kreditaufnahme kompensieren. Vor dem Hintergrund der andauernden Austeritätspolitik und makroökonomischen Volatilität scheint eine Auflösung dieses Widerspruchs jedoch in weiter Ferne zu liegen.

## Literatur

- Aalbers, M. B. 2008. The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. *Competition and Change* 12 (1): 148-166.
- Aalbers, M. B. 2009. The Globalization and Europeanization of Mortgage Markets. International Journal of Urban and Regional Research 33 (2): 389-410.
- Ashcroft, J., und F. Stewart. 2010. Managing and Supervising Risks in Defined Contribution Pension Systems. *International Organisation of Pension Supervisors*, Working Paper 12.
- Bernanke, B. S. 2005. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit.* Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond.
- Brenner, R. 2003. The Boom and the Bubble. The US in the World Economy. London: Verso.
- Burtless, G. 2012. Can Improved Options for Private Saving Offer a Plausible Substitute for Public Pensions? *Politics & Society* 40 (1): 81-105.
- Burton, D. 2008. Credit and Consumer Society. London: Routledge.
- Clark, G. L. 2003. European Pensions & Global Finance. Oxford: Oxford University Press.
- Crouch, C. 2009. Privatised Keynesianism. An Unacknowledged Policy Regime. *The British Journal of Politics and International Relations* 11 (3): 382-399.
- Crouch, C. 2010. Postdemokratie und die Krise des "privatisierten Keynesianismus" In Kurswechsel für Deutschland. Die Lehren aus der Krise, hrsg. B. Huber, 114-129. Frankfurt: Campus.
- Cynamon, B. Z., und S. M. Fazzari. 2008. Household Debt in the Consumer Age. Source of Growth Risk of Collapse. *Capitalism and Society* 3 (3): 4.
- Dahrendorf, R. 2009. Nach der Krise. Zurück zur protestantischen Ethik? Merkur 720: 373-381.
- Deutsche Bundesbank. 2011. Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 2005 bis 2010. Frankfurt.
- Deutschmann, C. 2008. Die Finanzmärkte und die Mittelschichten. Der kollektive Buddenbrooks-Effekt. *Leviathan* 36 (4): 501-517.
- Dixon, A. D. 2008. The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe. An Unseen Revolution? *New Political Economy* 13 (3): 249-270.
- Dixon, A. D., und A. H. B. Monk. 2009. The Power of Finance. Accounting Harmonization's Effect on Pension Provision. *Journal of Economic Geography* 9 (5): 619-639.
- Drucker, P. F. 1976/1996. The Pension Fund Revolution. New Brunswick: Transaction Publishers.
- Ebbinghaus, B., und M. Gronwald. 2011. The Changing Public-Private Pension Mix in Europe. From Path Dependence to Path Departure. In *The Varieties of Pension Governance. Pension Privatization in Europe*, hrsg. B. Ebbinghaus, 23-56. Oxford: Oxford University Press.
- EZB. 2011. Recent Developments in Securitisation. February 2011. Frankfurt: Europäische Zentralbank.
- Epstein, G. A. (hrsg.). 2005. Financialization and the World Economy. Cheltenham: Elgar.
- Erturk, I., J. Froud, S. Johal, A. Leaver, und K. Williams. 2007. The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions. *Review of International Political Economy* 14 (4): 553-575.
- European Credit Research Institute. 2011. Lending to Households in Europe (1995-2010). Brussels: ECRI.
- Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Washington, DC.
- Hacker, J. S. 2008. The Great Risk Shift. The New Economic Insecurity and the Decline of the American Dream. New York: Oxford University Press.
- Hay, C. 2011. Pathology Without Crisis? The Strange Demise of the Anglo-Liberal Growth Model. Government and Opposition 46 (1): 1-31.
- Krippner, G. R. 2011. Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge: Harvard University Press.
- Langley, P. 2008. The Everyday Life of Global Finance. Saving and Borrowing in Anglo-America. Oxford: Oxford University Press.
- Langley, P., und A. Leaver. 2012. Remaking Retirement Investors. Behavioural Economics and Defined-Contribution Occupational Pensions. *Journal of Cultural Economy* 5 (4): 473-488.
- Lapavitsas, C. 2009. Financialised Capitalism. Crisis and Financial Expropriation. Historical Materialism 17 (2): 114-148.

Martin, R. 2002. Financialization of Daily Life. Philadelphia: Temple University Press.

Montgomerie, J. 2006a. Giving Credit where it's Due. Public Policy and Household Debt in the United States, the United Kingdom and Canada. *Policy and Society* 25 (3): 109-141.

Montgomerie, J. 2006b. The Financialization of the American Credit Card Industry. *Competition and Change* 10 (3): 301-319.

Montgomerie, J. 2007. The Logic of Neo-Liberalism and the Political Economy of Consumer Debt Led-Growth. In *Neo-Liberalism, State Power and Global Governance*, hrsg. S. Lee, und S. McBride, 157-172. Dordrecht: Springer.

Neuhaus, S. 2009. Auslagerung betrieblicher Pensionszusagen. Eine ökonomische Analyse der Motive und Durchführungsformen. Bochum: Peter Lang.

OECD. 2008. Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries. Paris.

OECD. 2009. Pensions at a Glance. Retirement Income Systems in OECD Countries. Paris.

Prasad, M. 2012. The Land of Too Much. A Demand-Side Theory of Comparative Political Economy. Cambridge: Harvard University Press.

Rajan, R. G. 2010. Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton: Princeton University Press.

Ricken, S. 2008. Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. Ring, P. J. 2010. Governance and Governmentality. A Discussion in the Context of UK Private Pension Provision. Economy and Society 39 (4): 534-550.

Roxburgh, C., S. Lund, und J. Piotrowski. 2011. *Mapping Global Capital Markets 2011*. McKinsey Global Institute.

Schwartz, H. M. 2009. Subprime Nation. American Power, Global Capital, and the Housing Bubble. Ithaca: Cornell University Press.

Schwartz, H. 2012. Housing, the Welfare State, and the Global Financial Crisis. What is the Connection? Politics & Society 40 (1): 35-58.

Schwartz, H., und L. Seabrooke. 2008. Varieties of Residential Capitalism in the International Political Economy. Old Welfare States and the New Politics of Housing. Comparative European Politics 6 (3): 237-261.

Shapiro, M., und E. N. Wolff (hrsg.). 2001. Assets for the Poor. The Benefits of Spreading Asset Ownership. New York: Russell Sage Foundation.

SIFMA. 2012. Structured Finance Database. New York: Securities Industry and Financial Markets Association. Soederberg, S. 2010. Corporate Power and Ownership in Contemporary Capitalism. The Politics of Resistance and Domination. London: Routledge.

Stockhammer, E. 2007. Charakteristika eines finanz-dominierten Akkumulationsregimes in Europa. WSI Mitteilungen 60 (12): 643-649.

Strauss, K. 2009. Gender, Risk, and Occupational Pensions, In *Managing Financial Risks. From Global to Lo*cal. hrsg. G. L. Clark, 258-279. Oxford: Oxford University Press.

Streeck, W. 2011. The Crises of Democratic Capitalism. New Left Review 71: 5-29.

Sullivan, T. A., E. Warren, und J. Lawrence Westbrook. 2001. *The Fragile Middle Class. Americans in Debt.* New Haven: Yale University Press.

Towers Watson. 2012. Global Pension Assets Study 2012.

Waine, B. 2006. Ownership and Security. Individualised Pensions and Pension Policy in the United Kingdom and the United States. *Competition & Change* 10 (3): 321-337.

Waine, B. 2008. Rules for the Rich? Contemporary Trends in Executive Pensions. *Competition & Change* 12 (3): 281-286.

Weller, C. 2007. Need or Want. What Explains the Run-up in Consumer Debt? *Journal of Economic Issues* XLI (2): 583-591.

Young, B. 2009. Vom staatlichen zum privatisierten Keynesianismus. Der globale makroökonomische Kontext der Finanzkrise und der Privatverschuldung. Zeitschrift für Internationale Beziehungen 16 (1): 141-159.

Young, B. 2011. Der privatisierte Keynesianismus, die Finanzialisierung des "alltäglichen Lebens" und die Schuldenfalle. In Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise, hrsg. O. Kessler, 15-36. Wiesbaden: VS Verlag.

Zelinsky, E. A. 2008. The Origins of the Ownership Society. How the Defined Contribution Paradigm Changed America. Oxford: Oxford University Press.

## Autorinnen und Autoren

Anz, Johanna, Doktorandin, Institut für Geographie, Universität Osnabrück, Seminarstraße 19ab, 49074 Osnabrück, johanna.anz@uni-osnabrueck.de

Becker, Joachim, Prof., Dr., a.o. Professor, Institut für Außenwirtschaft und Entwicklung, Wirtschaftsuniversität Wien, Welthandelsplatz 1, Gebäude 04, A-1020, Österreich, joachim.becker@wu.ac.at

Beyer, Jürgen, Prof. Dr., Professor für Wirtschafts- und Organisationssoziologie, Universität Hamburg und Forschungsdirektor des Instituts für Finanzdienstleistungen Hamburg (iff), Allende-Platz 1, 20146 Hamburg, juergen.beyer@uni-hamburg.de

Deutschmann, Christoph, Prof. Dr., emiritierter Professor für Soziologie, Institut für Soziologie, Eberhard Karls-Universität Tübingen, Wilhelmstraße 36, 72074 Tübingen, christoph.deutschmann@uni-tuebingen.de

Ebner, Alexander, Prof. Dr., Professor für Sozialökonomik mit dem Schwerpunkt Wirtschaftssoziologie und Politische Ökonomie, Institut für Soziologie, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt a. M., a.ebner@soz.uni-frankfurt.de

Marian Feist, M.A., Doktorand am Department of International Relations und am Grantham Research Institute, London School of Economics and Political Science, Houghton Street, London WC2A 2AE, United Kingdom, m.j.feist@lse.ac.uk

Fichtner, Jan, wissenschaftlicher Mitarbeiter, Institut für Politikwissenschaft, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt a. M., fichtner@soz.uni-frankfurt.de

Fuchs, Doris, Prof., Ph. D., Professorin für Internationale Beziehungen und Entwicklungspolitik, Institut für Politikwissenschaft, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Scharnhorststraße 100, 48151 Münster, doris.fuchs@uni-muenster.de

Heires, Marcel, wissenschaftlicher Mitarbeiter, Institut für Politikwissenschaft, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt a. M., heires@soz.uni-frankfurt.de

Hiß, Stefanie, Prof. Dr., Professorin für Soziologie mit dem Schwerpunkt Märkte, Organisationen und Governance, Institut für Soziologie, Friedrich-Schiller-Universität Jena, Bachstraße 18k, 07743 Jena, stefanie.hiss@uni-jena.de

Kessler, Oliver, Prof. Dr., Professor für Internationale Beziehungen, Staatswissenschaftliche Fakultät, Universität Erfurt, Neuhäuser Straße 63, 99089 Erfurt, oliver. kessler@uni-erfurt.de

Klagge, Britta, Prof. Dr., Professorin für Wirtschaftsgeographie, Geographisches Institut, Universität Bonn, Meckenheimer Allee 166, 53115 Bonn, klagge@uni-bonn.de

Mader, Philip, Postdoctoral Researcher, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Paulstraße 3, 50676 Köln, mader@mpifg.de

Mertens, Daniel, Doktorand, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Paulstr. 3, 50676 Köln, mertens@mpifg.de

Meyer-Eppler, Richard, Doktorand, Universität zu Köln, Universitätsstraße 24, 50931 Köln, richard.meyer-eppler@uni-koeln.de

Nölke, Andreas, Prof. Dr., Professor für Politikwissenschaft, insbesondere Internationale Beziehungen und Internationale Politische Ökonomie, Institut für Politikwissenschaft, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt, a.noelke@soz.uni-frankfurt.de

Ouma, Stefan, Dr., wissenschaftlicher Mitarbeiter, Institut für Humangeographie, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt, ouma@em.uni-frankfurt.de

Scherrer, Christoph, Prof. Dr., Direktor, International Center for Development and Decent Work, Universität Kassel, Kurt-Schumacher-Straße 2, 34109 Kassel, scherrer@uni-kassel.de

Stockhammer, Engelbert, Prof. Dr., Professor of Economics, Kingston University, Penrhyn Road, Kingston upon Thames, Surrey KT1 2EE, Großbritannien, e.stockhammer@kingston.ac.uk

Wilhelm, Benjamin, wissenschaftlicher Mitarbeiter, Staatswissenschaftliche Fakultät, Universität Erfurt, Neuhäuser Straße 63, 99089 Erfurt, benjamin.wilhelm@uni-erfurt.de

Wolf, Markus, Doktorand, Institut für Soziologie, Universität Hamburg, Ahrensburger Weg 6a, 22359 Hamburg, mar.wolf@gmx.net

Young, Brigitte, Prof. Dr., emeritierte Professorin für Politikwissenschaft und Internationale/Vergleichende Politische Ökonomie (unter Berücksichtigung von Feministischer Ökonomie), Institut für Politikwissenschaft, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, privat: Fechnerstr. 5, 10717 Berlin, byoung@uni-muenster.de