

Jenny Simon*

Konzentration im Kommando über Kapital

Die Transformation der Eigentumsstrukturen von Unternehmen im Zuge der Finanzialisierung

Zusammenfassung: Wie das Eigentum an und die Verfügungsgewalt über große Unternehmen organisiert ist, ist von hoher gesellschaftspolitischer Bedeutung. Der Beitrag untersucht unter Rückgriff auf ein auf Marx' Konzept des fiktiven Kapitals aufbauendes Verständnis von Finanzialisierung die seit den 1980er Jahren zu beobachtende massive Konzentrationsdynamik in der Verfügungsgewalt über Aktienvermögen mit Fokus auf die USA und die BRD. Insbesondere der Blick auf die konkreten Investitionsstrategien und Finanzinstrumente, den Aufstieg des passiven Investments im Nachgang der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise legt dabei eine Verschiebung im Kommando über Aktienkapital auf eine kleine Gruppe institutioneller Investoren frei: die Indexfondsanbieter.

Schlagwörter: Aktienkapital, Eigentum, Konzentration, Finanzialisierung, Indexfonds

Concentration in the command over capital

Financialization and the transformation of companies' ownership structures

Abstract: How ownership of and control over large companies is organized is of high socio-political importance. Following an understanding of financialization as gain in significance of fictitious capital and empirically focusing on the U.S. and German economy, the article examines the reorganization of companies' ownership structures and the related massive concentration in the command over share capital on institutional investors since the 1980s. Putting the concrete investment strategies and financial instruments at the center of attention, the rise of passive investment after the global financial and economic crisis reveals a landslide shift in the command over share capital in favor of a small group of institutional investors: the Index funds providers.

Keywords: Share capital, ownership, concentration, financialization, index funds

* Jenny Simon ist wissenschaftliche Mitarbeiterin der Universität Kassel, PROKLA-Redaktionsmitglied und forscht zur politischen Ökonomie der globalen Finanzbeziehungen.

Wie das Eigentum an großen Unternehmen organisiert ist und welche Interessengruppen welchen Logiken folgend Einfluss auf Unternehmenspolitiken nehmen, ist von hoher gesellschaftspolitischer Bedeutung. Der Übergang vom Fordismus zum Finanzkapitalismus löste eine Diskussion über eine grundlegende Reorganisation der Eigentumsstrukturen und die damit verbundenen Konsequenzen aus (exemplarisch Kädtler 2009; Lazonick/O'Sullivan 2000; Windolf 2005). Der Beitrag verfolgt eben diese Reorganisation mit Fokus auf die USA und die BRD. Die mit Finanzialisierungsprozessen verbundene Veränderung in der Form von Eigentum an Unternehmen als fiktivem Kapital wird dabei als Grundlage einer massiven Konzentrationsdynamik in der Verfügungsgewalt über Aktienvermögen bewertet. Diese hat sich im Nachgang der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise durch eine Veränderung in den Investitionsstrategien massiv verstärkt und war von einem Bedeutungsgewinn von Indexfonds als Untergruppe der institutionellen Investoren begleitet.

Im ersten Abschnitt wird das Konzept der Finanzialisierung erläutert. Der zweite Abschnitt bettet die Prozesse der Finanzialisierung historisch in den Kontext der krisengetriebenen Restrukturierung kapitalistischer Gesellschaften ein, fokussiert deren zentrale Voraussetzungen und analysiert die Prozesse der Konzentration in der Verfügungsgewalt über Aktienkapital bis zum Vorabend der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Der dritte Abschnitt nimmt eine zentrale Veränderung von Investitionsstrategien – den Aufstieg des passiven Investments – in den Blick und fokussiert die damit verbundenen Konsequenzen für die Verschiebung in der Kontrolle von Eigentumsanteilen von Unternehmen.

Finanzialisierung und Kommando über Kapital

In der Forschung existiert keine allgemein geteilte Definition von Finanzialisierung. Vielmehr wird aus unterschiedlichen theoretischen Perspektiven auf vielfältige Dimensionen von Finanzialisierung und die damit verschränkten ökonomischen, politischen sowie kulturellen Prozesse verwiesen (Heires/Nölke 2014). Das am stärksten verbreitete und gleichzeitig recht offene Konzept versteht Finanzialisierung als wachsende Rolle von finanziellen Beweggründen, Finanzmärkten, Finanzakteur*innen und Finanzinstituten sowohl innerhalb von Volkswirtschaften als auch auf internationaler Ebene (Epstein 2005: 3). Konkret werden dabei unter Finanzialisierung eine Reihe von Dynamiken gefasst, die sich zwar global ungleichmäßig und ungleichzeitig vollziehen, jedoch strukturell in die Konfiguration des globalisierten Finanzkapitalismus eingeschrieben sind (Bieling 2012: 63). Für den vorliegenden Beitrag sind dabei vor allem zwei sektorale Dynamiken der Finanzialisierung zentral. Die

Finanzialisierung des Finanzsektors umfasst in quantitativer Hinsicht eine starke Ausweitung der Aktienmarktkapitalisierung, eine enorme Zunahme des von institutionellen Investoren – Versicherungen, Investment- und Pensionsfonds – verwalteten Vermögens, die erhebliche Beschleunigung von Finanztransaktionen und ein starkes Wachstum des Verschuldungsniveaus. In qualitativer Hinsicht beschreibt sie vor allem einen starken Bedeutungsgewinn des Wertpapiermarkts gegenüber dem Kreditmarkt sowie von Akteursgruppen, deren Handlungsrationalität stark durch die Funktionslogiken und Dynamiken der Wertpapiermärkte bestimmt sind. Begleitet ist dies von Veränderungen in den Strategien von Finanzmarktakteur*innen, etwa der massiven Ausweitung von Verbriefungsprozessen, Eigenhandel oder dem zunehmenden Einsatz von *leveraging*¹ (Hardie/Howarth 2013: 24ff.; Stockhammer 2014: 34ff.).

Neben der Finanzialisierung des Finanzsektors zeigt sich der qualitative Bedeutungsgewinn der Kapitalmärkte in einer Zunahme der Finanzmarktorientierung von Produktions- und Dienstleistungsunternehmen. Zum einen wird eine Transformation der Eigentumsstrukturen von Unternehmen hin zur Zunahme börsennotierter Unternehmen in (institutionellem) Streubesitz innerhalb der Ökonomien der Zentren konstatiert (Windolf 2005). Zum anderen sind produzierende Unternehmen selbst aktive Akteure auf den Finanzmärkten, etwa indem sie erwirtschaftete Überschüsse hier anlegen (Krippner 2005). Schließlich wird eine veränderte Handlungsorientierung der Unternehmensführung von Unternehmen auf die Kapitalmärkte und die Steigerung des Shareholder-Values beschrieben. Realisiert wurde dies mit neuen Unternehmensstrategien des *downsize and distribute*: dem Abbau von Personal, Lohndruck und Rückgang der Investitionsquote bei gleichzeitiger Umverteilung der Gewinne zugunsten der Anteilseigner*innen (Lazonick/O’Sullivan 2000; Sablowski/Rupp 2001). Den verschiedenen Facetten der Finanzialisierung werden allerdings unterschiedliche Bedeutung zugesprochen. Während einige Finanzialisierung von Unternehmen primär über eine Veränderung von Eigentumsstrukturen zugunsten institutioneller Investoren bestimmen (Windolf 2005), bewerten andere diese als relativ marginal und betonen demgegenüber eine Orientierung der Unternehmensführung auf eine interne Vermarktlichung als zentrales Kriterium (Kädler 2009).

Daneben erstrecken sich die Prozesse der Finanzialisierung auf eine Reihe weiterer Bereiche, etwa den Immobiliensektor, die Reorganisation und (Teil-)Privatisierung öffentlicher Unternehmen und Infrastruktur, Momente staat-

1 Unter *leveraging* wird das Erzeugen einer Hebelwirkung durch den Einsatz von geliehenem Fremdkapital bezeichnet.

licher Fiskal- und Geldpolitik, die Sphären der sozialen und ökologischen Reproduktion oder die Bedeutungszunahme des Konsument*innenkredits. Hierbei werden nicht nur neue Anlageklassen kreiert und neue gesellschaftliche Bereiche für eine profitable Verwertung erschlossen, sie werden darüber hinaus Finanzmarktlogiken und Profitinteressen unterworfen (Bieling 2012: 63).

Mit Marx lassen sich diese deskriptiven Bestimmungen von Finanzialisierung analytisch vertiefen. Finanzialisierung stellt sich hier als Prozess einer doppelten Verschiebung dar: Das Finanzkapital gewinnt strukturell an Bedeutung und innerhalb des Finanzkapitals nimmt die Bedeutung des fiktiven Kapitals gegenüber dem zinstragenden Kapital zu – und damit die jeweils mit ihren Kreisläufen verbundenen Logiken und Akteursgruppen. Finanzkapital wird dabei verstanden als Akkumulation von Kapital auf Grundlage (primär) finanzbezogener Operationen. Es kann vom industriellen Kapital als zinstragendes und fiktives Kapital unterschieden werden (MEW 24: 31ff.). Während im Kreislauf des industriellen Kapitals Unternehmen Geld investieren, Arbeitskräfte und Produktionsmittel kaufen, Waren produzieren und möglichst mit Gewinn verkaufen, nimmt Geld beim zinstragenden Kapital die Form des Kredits an. Geld wird selbst zur Ware und soll sich durch künftige Zinszahlungen verwerten. Unter fiktivem Kapital werden hingegen handelbare Forderungen verstanden, Eigentumstitel in Form von Wertpapieren, die einen Anspruch auf künftige Zahlungen verbrieften. Grundlage für fiktives Kapital sind Verbriefungsprozesse, durch die Kredite – beispielsweise in Form von Unternehmensanleihen – oder Eigentumstitel – etwa in Form von Aktien – zu einer Ware werden (MEGA² II.4.2: 521ff.). Während die Besitzer*innen von Anleihen ihr Kapital zu einem vereinbarten Zeitpunkt zurückgezahlt und während der Laufzeit einen festen Zins ausbezahlt bekommen, kaufen Aktienbesitzende formal einen Anteil eines Unternehmens und erhalten damit verbundene Mitbestimmungsrechte sowie einen Anspruch auf Dividende, jedoch keinen Anspruch auf Rückzahlung des investierten Kapital. Im Gegensatz zu einem Kredit ist ein Wertpapier, das künftige Zahlungen verbrieft, auf dem Kapitalmarkt handelbar, kann wiederholt gekauft und verkauft werden.

Durch die Handelbarkeit der Forderungen vollzieht das fiktive Kapital eine eigene Bewegung, bei der der Eigentumstitel einen eigenen Preis bekommt (Kurswert), der nicht mit der Höhe des vorgeschossenen Kapitals zusammenfällt (Nennwert). Der Preis der gehandelten Eigentumstitel orientiert sich an den Erwartungen der Investoren über künftige Entwicklungen, an den Erwartungen über die Erwartungen anderer. Dies macht ihren spekulativen Charakter aus (ebd.; vgl. Sablowski 2003: 204). Durch die Preisbewegungen der Eigentumstitel können ihre Eigentümer*innen neben den Zahlungen von Zinsen oder Dividenden zusätzlich einen Differenzgewinn erwirtschaften.

ten. Die Höhe von Zinsen und Dividenden beschreibt nicht nur das Mindestmaß an Verwertung, das ein individuelles Kapital erreichen muss, um diese auszahlen zu können. Die Höhe von Zinsen und Dividenden ist vielmehr ein Maßstab der Kapitalverwertung insgesamt, denn sie beschreibt, was für eine investierte Geldsumme in jedem Fall erwarten werden kann.

Das Finanzsystem fungiert als eine Art Sammelstelle von der aus Kapital nach Profitabilitätsersparungen verteilt wird. Anlagemöglichkeiten werden dabei in ihrer Profitabilität verglichen und zueinander in Konkurrenz um Kapital gesetzt. Das Finanzsystem trägt so wesentlich zur formalen Vergesellschaftung des Kapitals bei (MEW 25: 620) und bekommt eine gewisse »Steuerungsfunktion« für die kapitalistische Produktion insgesamt (Heinrich 2003: 293, 299f.). Was dabei aber nicht vergesellschaftet wird, ist die konkrete Verfügungsgewalt über die Produktionsmittel und die Kontrolle über den Produktionsprozess. Vielmehr hat die spezifische Form der Organisation von Eigentum an Produktionsmitteln als fiktives Kapital eine widersprüchliche Auswirkung auf das Kommando über Kapital. Im Fall des zinstragenden Kapitals wird Kredit an fungierendes Kapital verliehen, das als individuelles Einzelkapital das Kommando über Produktionsprozesse und Einsatz der Produktionsmittel hat. Im Fall des fiktiven Kapitals in Form des Aktienkapitals wird hingegen in der Regel Eigentum von der Kapitalfunktion getrennt: Das Kommando über den Produktionsprozess wird vom Management ausgeübt (MEGA² II.4.2: 459). Eigentum und Verfügungsgewalt fallen also auseinander. Außerdem geht mit dieser Organisationsform von Eigentum – hier wird die doppelte Bedeutung von Aktienkapital als Form des fiktiven Kapitals und Organisationsform von Unternehmen deutlich – eine Fragmentierung des Eigentums an Unternehmen einher. Eigentumsanteile werden von einer Vielzahl von Eigentümer*innen gehalten. Dieser Fragmentierung steht eine Konzentration² in der Verfügungsgewalt gegenüber: »Das Kapital kann hier zu gewaltigen Massen in einer Hand anwachsen, weil es dort vielen einzelnen Händen entzogen wird« (MEW 23: 655). Die durch den Konkurrenzkampf vorangetriebene Konzentration von Kapital in den Händen Einzelner bezieht sich zum einen auf das fungierende Kapital. Das über das Kreditsystem ermöglichte Anwachsen des vorgeschossenen Geldkapitals verstärkt einen – wenn auch nicht immer gradlinig verlaufenden – Konzentrationsprozess des industriellen Kapitals: Kleine Kapitale werden von großen geschluckt oder

2 Marx definiert Konzentration, anders als die hier am Alltagssprachgebrauch orientierte Verwendung, als Reproduktion des Kapitals auf erweiterter Stufenleiter, während er die »Veränderung der quantitativen Gruppierung der Bestandteile des gesellschaftlichen Kapitals« (MEW 23: 655) als Zentralisation bezeichnet.

gehen unter (ebd.). Zum anderen ermöglichen Kreditsystem und Finanzkapital, dass Eigentümer*innen von Geldkapital das Kommando über dessen Einsatz an spezialisierte Institutionen der Vermögensverwaltung outsourcen, an Banken oder Kapitalanlagegesellschaften. In deren Händen konzentrieren sich dann wiederum die fragmentierten individuellen Geldkapitale. Das Auseinanderfallen von Eigentum und Verfügungsgewalt und die Fragmentierung von Eigentumsanteilen bringt also eine Schwächung des Kommandos über Kapital aufseiten der formalen Eigentümer*innen mit sich, begünstigt aber eine Konzentration im Kommando über Kapital aufseiten von Management und Institutionen der Vermögensverwaltung.

Industrielles Kapital und Finanzkapital stehen dabei in einer widersprüchlichen Beziehung zueinander. Das Finanzkapital ermöglicht eine Flexibilität und eine erhebliche Ausweitung des Kreislaufs des industriellen Kapitals. Es trägt so zu seiner erweiterten Reproduktion bei. Demgegenüber beruht die Erwirtschaftung von Zinsen und Dividenden im Kreislauf des Finanzkapitals auf der Abschöpfung des im Kreislauf des industriellen Kapitals produzierten Mehrwerts, also einer Umverteilung der Profite von industriellem zu Finanzkapital (Sablowski 2003: 205) und kann letztendlich nur realisiert werden, wenn industrielles Kapital erfolgreich akkumuliert. Wie sich ihre Beziehungen konkret gestaltet, ist allerdings historisch und räumlich unterschiedlich. Die am Ende des Fordismus einsetzenden Prozesse der Finanzialisierung können nun mit Marx als doppelte strukturelle Verschiebung in den Kapitalkreisläufen verstanden werden, als Bedeutungsgewinn des Finanzkapitals und innerhalb des Finanzkapitals zugunsten des fiktiven Kapitals. Dieser äußert sich nicht nur in der massiven quantitativen Expansion, die in der Finanzialisierungsliteratur hervorgehoben wird. Das Finanzkapital und vor allem das fiktive Kapital gewinnt auch innerhalb der Kreisläufe der kapitalistischen Reproduktion insgesamt stark an Bedeutung. Dies zeigt sich etwa in der wachsenden Relevanz von auf Wertpapiermärkten basierenden Strategien eines *marked based finance* oder dem Einsatz von zinstragendem Kapital für den Erwerb von fiktivem Kapital. Die Finanzialisierung von Unternehmen – etwa die wachsende Bedeutung der Wertpapiermärkte und ihrer Entwicklungsdynamiken für die Finanzierungs- und Akkumulationsstrategien, das Auseinanderfallen des Aktienwerts eines Unternehmens im Kontrast zur realen Gewinnentwicklung oder die Veränderung von Organisations- und Handlungslogiken – ist Ausdruck des strukturellen Bedeutungsgewinns des Finanzkapitals und stärker noch des fiktiven Kapitals innerhalb des Kreislaufs des industriellen Kapitals. Die veränderte Bedeutung des Finanzkapitals ist somit verbunden mit und begleitet durch eine Reorganisation ökonomischer Strukturen insgesamt, die im Folgenden in den Blick genommen werden.

Konzentration von Aktienkapital: der Aufstieg institutioneller Investoren

Um die Konzentration von Aktienkapital im Kontext der Finanzialisierung zu verstehen, ist es notwendig, diese in die Transformation hin zum Finanzkapitalismus im Zuge der strukturellen Krise kapitalistischer Gesellschaften am Ende der fordistischen Ära Anfang der 1970er Jahre einzubetten. Die strukturelle Krise des Fordismus und die sie begleitende neoliberale Wende beeinflussten über verschiedene Kanäle die Form der nachfolgenden Restrukturierung.

Die Krise des Bretton-Woods-Systems und der Übergang zum Währungswettbewerb mündeten in stark schwankenden Wechselkursen. Auf diese reagierten international tätige Unternehmen, indem sie in großem Umfang Wechselkursicherungsgeschäfte nutzen und so der explosionsartigen Entwicklung der Derivatmärkte Vorschub leisteten. Diese wurden zum Startpunkt der folgenden Transformation (Helleiner 1994: 101ff.). Die Transformationsdynamik der Finanzmärkte war dabei Ausdruck wie Ventil für die tiefgreifende Akkumulationskrise am Ende des Fordismus. Die Erschöpfung von Produktivitätspotentialen, die sinkende Nachfrage aufgrund gesättigter Märkte und einer Stagnation des Lohnniveaus, die stark zunehmende internationale Konkurrenz und steigende Rohstoffpreise führten für die Unternehmen der kapitalistischen Zentren zu einem deutlichen Rückgang der Kapitalrentabilität und einem gesamtwirtschaftlichen Rückgang der Produktion (Huffschmid 2002: 119). Die Akkumulationskrise erhöhte den politischen Druck, den Kapitalverkehr für das nach profitablen Verwertungsmöglichkeiten suchende Kapital zu liberalisieren und die nationalen Finanzsysteme zu deregulieren. Parallel erfolgte eine schrittweise Ablösung des Keynesianismus durch den Neo- oder Marktliberalismus als organisierende Idee wirtschaftspolitischen Handelns. Der Marktliberalismus verschob die Rationalität finanzmarktpolitischer Reformen, indem er der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs und der marktorientierten Reregulierung der nationalen Finanzsektoren einen positiven Einfluss auf die gesamte Wirtschaftsentwicklung beimaß. Um im globalisierten Wettbewerb zu bestehen, soll ökonomisches Handeln der Rationalität der Finanzmärkte als einer »goldenen Zwangsjacke« angepasst werden (Friedman 2000: 105; Stockhammer 2014: 37).

Die kompetitive Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Reregulierung der nationalen Finanzmärkte ging Hand in Hand mit einer in den 1980er Jahren einsetzenden und sich wechselseitig verstärkenden Entwicklungsdynamik der Wertpapiermärkte, einer starken Zunahme von Verbriefungsprozessen sowie neuen Finanzinnovationen. Der massive Bedeutungsgewinn der Handelsfunktion von Wertpapieren ging einher mit einer Beschleunigung internationaler

Finanztransaktionen (Helleiner 1994; Stockhammer 2014: 34ff.). Die Marktkapitalisierung der Aktienmärkte wuchs in den USA von 47,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 1980 auf 141 Prozent am Vorabend der damaligen Krise und in der BRD im gleichen Zeitraum von 7,6 Prozent auf 61,5 Prozent (The Global Economy o.J.). Auch die globalen Anleihemärkte nahmen in den 1980er und 1990er Jahren stark an Bedeutung zu, wobei zunächst Staatsanleihen das dominante Segment darstellten und in den 1990er Jahren Unternehmensanleihen bedeutsam wurden. Insgesamt nahm die Liquidität auf den globalen Finanzmärkten stark zu – allein das von institutionellen Investoren verwaltete Vermögen vervielfachte sich innerhalb der OECD-Länder auf 40,3 Billionen US-Dollar im Jahr 2005, etwa 162,6 Prozent des BIP (BIZ 2007: 94f.; Gonnard u.a. 2008: 3ff.). Gleichzeitig wuchs die (Brutto-)Verschuldung privater Haushalte, produzierender Unternehmen sowie des Finanzsektors deutlich, wobei der Kapitalmarkt gegenüber dem Kreditmarkt stark an Bedeutung gewann (Stockhammer 2014: 34ff.). Auch die Verteilung erwirtschafteter Profite verschob sich vom Produktions- und (nicht-finanz-) Dienstleistungssektor zugunsten des Finanzsektors – innerhalb US-amerikanischer Kapitalgesellschaften von 11 Prozent 1950 auf über 40 Prozent 2001 (Krippner 2005: 179). Verbunden mit der qualitativen Veränderung des Finanzsektors hin zu *market based finance* nahmen die auf die Wertpapiermärkte gerichteten Geschäftsstrategien und das rasante Wachstum des professionellen Portfoliomanagements an Bedeutung zu. Sie stellten ein Schlüsselmoment der strukturellen Veränderungen innerhalb der Finanzbeziehungen dar (Hardie/Howarth 2013: 24ff.). Vor dem Hintergrund der Akkumulationskrise des produzierenden Sektors erfolgte so ein massives Wachstum und eine beschleunigte Akkumulation des Finanzkapitals, insbesondere des fiktiven Kapitals, ein starkes Anwachsen von Liquidität auf den Finanzmärkten, aber auch eine deutliche Zunahme von Krisendynamiken. Die strukturelle Transformation der Finanzbeziehungen war damit Form wie Vehikel einer fundamentalen Reorganisation der sozioökonomischen Beziehungen.

Die produzierenden Unternehmen engagierten sich dabei zunehmend selbst aktiv auf den Finanzmärkten. Diese Tendenz setzte bereits während des Fordismus ein und wurde seit den 1980er Jahren durch die abnehmende Profitabilität im produzierenden Sektor und die damit verbundene Zunahme überschüssiger Liquidität verstärkt, was wesentlich zu einer Expansion der Finanzmärkte beitrug. Infolge stieg der Anteil an Profiten aus dem Portfolioinvestment US-amerikanischer Unternehmen auf etwa 40 Prozent (Krippner 2005: 184ff.). Dabei betrieben insbesondere transnational operierende Großunternehmen eine professionalisierte Anwendung von finanzmarktbezogenen Praktiken, gründeten auf Finanzmarktgeschäfte konzentrierte Tochtergesellschaften und nutzten diese für Investmentstrategien oder boten selbst Finanzdienstleistungen an.

Eng verbunden mit einem sich Anfang der 1980er Jahren zuspitzenden Rationalisierungsdruck und einer neuen Welle von Fusionen und Übernahmen setzte in den USA und mit Verzögerung in den 1990er Jahren auch in Kontinentaleuropa zudem eine langfristige Reorganisation der Ausrichtung insbesondere börsennotierter Unternehmen durch, die theoretisch und diskursiv durch Theorien der *corporate governance* und der sogenannten wertorientierten Unternehmensführung unterfüttert wurde. In diesen kam die diskursive Verschiebung von Kräfteverhältnissen zugunsten von Vermögensbesitzenden ebenso zum Ausdruck wie die Durchsetzung der marktliberalen Annahme, dass nur der Kapitalmarkt eine effiziente Allokation ökonomischer Ressourcen ermögliche. Operationalisiert wurde dies vor allem durch eine Verschiebung von Managementstrukturen in stark diversifizierten und zunehmend internationalisierten Unternehmen. Aufgrund eines Kontrollverlusts der Anteils-Eigner*innen von Unternehmen in Streubesitz gegenüber dem Management wird gefordert, dass dieses mittels der Aktienmärkte kontrolliert werden sollte. Das strategische Ziel der Unternehmensführung soll demnach die Steigerung des Aktienwerts der Unternehmen sein und das Management sich an spezifischen (finanziellen) Kennziffern orientieren, die wiederum die Kriterien dafür veränderten, was Profitabilität von Unternehmen bedeutet: So impliziert die zentrale Kennziffer des *economic value added*, dass Unternehmen erst dann Gewinne erwirtschaften, wenn die Eigenkapitalrendite die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Damit wird eine im Vergleich zu alternativen (Finanz-)Anlagen überdurchschnittliche Renditeerwartung Maßstab des Handelns, eine unterdurchschnittliche Rendite wird hingegen als Wertverlust bewertet (Sablowski/Rupp 2001: 56ff.). Die Renditesteigerung soll dabei über eine Strategie der Maximierung des Marktpreises des Aktienkapitals erfolgen, wie sie sich etwa im Trend des Rückkaufs von Aktien des eigenen Unternehmens zeigt. Allerdings führten die im großen Stil getätigten Aktienrückkäufe zu einem starken Anstieg der Verschuldung von Unternehmen (Evans 2001: 33). Zum anderen wurden Profitabilitätssteigerungen durch Druck auf die Arbeitskosten oder eine Desintegration von Unternehmen ermöglicht. Diese Entwicklung ging mit einer deutlichen Einschränkung von Möglichkeiten der Einflussnahme durch Beschäftigte und der Regierungen einher, bei gleichzeitiger Konzentration von Kontrolle in den oberen Managementetagen. Dabei wird eine Koppelung der Interessen des Managements an die Interessen der Shareholder als Regulierungsmechanismus für Unternehmensführung forciert, indem ein Teil ihrer Bezahlung in Unternehmensaktien oder erfolgsabhängig erfolgt. Gleichzeitig wird der Wert der Unternehmensaktien und deren Bewegung auf den Aktienmärkten als Disziplinierungsmittel der Unternehmensführung bewertet, über das die

Interessen der Anteilseigner*innen geschützt und befördert werden sollen (Sablowski 2003: 206; Lazonick/O'Sullivan 2000).

Die erfolgreiche Durchsetzung der Shareholder-Value-Orientierung spiegelte sich in steigenden Ausschüttungen produzierender Unternehmen an die Anleger*innen wider. So lag die Höhe der Dividenden in den 1990er Jahren bei 35 Prozent der Bruttogewinne US-amerikanischer Unternehmen (Evans 2001: 36f.). In der BRD setzt der Trend einer steigenden Dividendenausschüttung etwas verzögert ein. Krippner zeigt, dass dabei in den USA auch insgesamt eine Umverteilung von Profiten zugunsten des Finanzsektors erfolgte. Dessen Anteil (inklusive Immobiliensektor und Versicherungen) an den Gesamtprofiten US-amerikanischer Kapitalgesellschaften stieg auf deutlich über 40 Prozent zu Beginn des neuen Jahrtausends (Krippner 2005: 179ff.).

Die Transformation von Eigentumsstrukturen hatte damit die Umverteilung von Profiten an den Finanzsektor zur Folge, wobei in wachsendem Maße die institutionellen Investoren profitierten, auf die sich das Aktienkapital zunehmend konzentrierte. Allerdings stand dem wachsenden Aktienbesitz der Investoren ein sinkender Finanzierungsbedarf der Unternehmen gegenüber. Die Unternehmensfinanzierung erfolgte zunehmend über einbehaltene Gewinne. Aktienemission hatte nur mehr für eine zentrale Gruppe, meist transnational operierender Großunternehmen eine wichtige Bedeutung (Huffschmid 2002: 26f.).

Wie Jahnke zeigt, wurde der Großteil der Finanzanlagen börsennotierter Unternehmen in den USA 1970 noch von individuellen Investor*innen gehalten. Im Verlauf der 1980er Jahre verschob sich dies zugunsten der institutionellen Investoren und innerhalb dieser Gruppe mit den 1990er Jahren von den Pensionsfonds zu den großen Kapitalanlagegesellschaften. Der Anteil des von institutionellen Investoren gehaltenen Aktienbesitzes stieg dabei in den USA bis 1985 bereits auf über 40 Prozent und wuchs bis zum Ausbruch der Krise 2007 bis auf etwa 60 Prozent (Jahnke 2017: 5f.). In der BRD waren 2007 16,3 Prozent im Besitz von Banken und 23,4 Prozent entfielen auf andere Finanzinstitute. Zudem spielten Produktions- und Dienstleistungsunternehmen mit einem Aktienbesitz von 34,1 Prozent sowie vermögensbesitzende Individuen mit 13,1 Prozent eine wichtige Rolle (Nienhüser u.a. 2016: 592f.). Dies verweist zwar auf eine im Vergleich zum angelsächsischen Kontext geringe, aber doch deutlich zunehmende Konzentration von Aktienkapital in den Händen von institutionellen Investoren. Bis in die 1990er Jahre hinein lag das Eigentum an Unternehmen stärker in den Händen großer Banken, Versicherungsunternehmen und vermögensbesitzenden Individuen und Familien. Im Zuge einer Veränderung der Steuergesetzgebung sowie einer zunehmenden Orientierung auf Investmentbanking verkauften aber in den späten 1990er Jahren insbesondere Banken und Versicherungen Eigentumsanteile

im großen Stil. An ihre Stelle traten neben privaten Investor*innen zunehmend institutionelle Investoren, deren wachsende Rolle zudem durch große Privatisierungen und institutionelle Reformen begünstigt wurde (Faust/Thamm 2015: 8f.). Dieser Prozess, insbesondere eine tendenziell schwächere Rolle Banken und Versicherungen sowie einer Abnahme von Kapitalverflechtungen führte zu einer Debatte um die Auflösung der »Deutschland AG« (Höpner/Krempel 2004; kritisch Faust/Thamm 2015).

Neben der massiven Konzentration von Aktienkapital auf institutionelle Investoren ließ sich seit den 1980er Jahren auch innerhalb dieser Akteursgruppe ein fortschreitender Konzentrationsprozess beobachten. Werner Nienhüser, David Peetz und Georgina Murray weisen nach, dass über 41 Prozent des Aktienbesitzes der umsatzstärksten Unternehmen in den USA von lediglich fünf Unternehmen gehalten werden – von Black Rock, der Capital Group, der State Street Corporation, der Vanguard Group und Fidelity. Dabei investierten vor allem BlackRock und die Capital Group in eine Vielzahl der größten börsennotierten Unternehmen der USA und kamen dabei allein auf einen Eigentumsanteil von je knapp 10 Prozent. Ein Großteil der institutionellen Vermögensverwalter diversifizierte seine Anlagen allerdings stärker und verfügte eher über geringere Anteile an einer Vielzahl an Unternehmen (Nienhüser u.a. 2016: 588f.). In der BRD zeigt sich ein anderes Bild: Während einzelne Unternehmen wie VW oder einige wenige Familien große Anteile einzelner börsennotierter Unternehmen besitzen, verfügt nur eine kleine Anzahl an Investoren*innen über einen breiter gestreuten Aktienbesitz mit gleichzeitig relativ hohen Eigentumsanteilen. Dies waren am Vorabend der Krise neben VW die Capital Group, Porsche, die Deutsche Bank sowie die Bundesanstalt für Post und Telekommunikation. Gemeinsam hielten sie insgesamt 19,3 Prozent der Anteile an den größten Unternehmen (ebd.: 589f.).

Die strukturelle Bedeutungszunahme des fiktiven Kapitals und die spezifische Form der Finanzialisierungsprozesse ging damit bis zum Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise – wenn auch regional unterschiedlich stark ausgeprägt – Hand in Hand mit einer Transformation der Eigentumsstrukturen börsennotierter Unternehmen in Form einer massiven Zunahme der Konzentration des Kommandos über Aktienkapital auf institutionelle Investoren, insbesondere einzelne Kapitalanlagegesellschaften.

Der Aufstieg des passiven Investments nach der Krise

Dieser Konzentrationsprozess im Kommando über Aktienkapital setzte sich im Nachgang der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise mit der bisherigen Dynamik sowohl in den USA als auch der BRD fort: auf institutionelle Inves-

toren und innerhalb dieser Gruppe auf dominante Kapitalanlagegesellschaften – allen voran BlackRock (Nienhüser u.a. 2016: 588ff.). Verlagert man den Blick allerdings von der makroökonomischen Ebene auf die konkreten Investmentpraktiken und Instrumente, dann zeigt sich zudem deutlich eine qualitative Veränderung von Anlagestrategien, die zu einer drastischen Verstärkung des Konzentrationsprozesses im Kommando über Aktienkapital insbesondere in den USA führte.

Mit der Finanz- und Wirtschaftskrise setzte eine Trendwende in der Nutzung bestimmter Anlagestrategien ein – die erdrutschartige Verschiebung von Kapital aus aktiv gemanagten *equity mutual funds* in Indexfonds. Die bislang am stärksten verbreiteten aktiv gemanagten *mutual funds* stellen ein Portfolio aus unterschiedlichen Vermögenswerten zusammen (Aktien, Anleihen, Derivate) und versuchen hiermit eine möglichst hohe Gesamrendite zu erzielen. Aktiv gemanagt bedeutet dabei, dass Manager*innen aktiv Anlageformen und Objekte auswählen und versuchen, mit unterschiedlichen Strategien den Markt zu schlagen, also überdurchschnittliche Renditeergebnisse zu erzielen. Eben dieses aktive Management geht allerdings mit vergleichsweise hohen Kosten für die Anleger*innen einher. Im Nachgang der Krise veränderten Investor*innen jedoch ihre Anlagestrategien und verschoben Kapital in großem Umfang in Indexfonds (Braun 2016). Indexfonds wird hier als Überbegriff von *index mutual funds* und *exchange traded funds* (ETFs, börsengehandelter Indexfonds) genutzt. Beide Fonds-Typen zeichnen sich dadurch aus, dass sie Wertpapiere von in spezifischen Indizes – etwa dem S&P 500 oder den FTSE 100 – abgebildeten Unternehmen erwerben und diese Indizes replizieren.³ Anders als *index mutual funds*, die lediglich einmal täglich gehandelt werden können, können ETFs wie Aktien während der Handelszeiten beliebig ge- und verkauft werden. Dabei fallen vergleichsweise geringe Kosten an, die Renditeergebnisse liegen langfristig aber nicht unter denen der aktiv gemanagten Fonds (ebd.: 265).

Während *index mutual funds* bereits seit den späten 1970er Jahren existieren, wurden ETFs in den 1990er Jahren entwickelt, blieben allerdings zunächst relativ bedeutungslos. Mitte der 2000er Jahre stieg das passiv verwal-

3 Mit einem Aktienindex wird über Kennziffern die Kurs- oder Wertentwicklung von den im Index gefassten Aktien dargestellt. Die Entwicklung der Aktienkursindizes wird vor allem durch die Kurse der im Index enthaltenen Aktien, aber auch durch die Gewichtung der Einzelwerte, beeinflusst. Verschiedene Aktienindizes unterscheiden sich durch ihre Gestaltung (Kurs- oder Performanceindex), die Gewichtung oder Anzahl der enthaltenen Aktien. Der S&P 500 stellt beispielsweise einen der international wichtigsten Indizes dar und umfasst die Aktien der 500 größten US-amerikanischen Unternehmen, die nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet werden. Der FTSE 100 bildet hingegen die Kursentwicklung der 100 umsatzstärksten an der *London Stock Exchange* gelisteten Unternehmen ab.

tete Investment erstmals nennenswert an und verschob sich insbesondere nach 2008 in großem Umfang von aktiv gemanagten *mutual funds* zu Indexfonds (Braun 2016: 263; Fichtner/Heemskerk 2018; Petry u.a. 2019). Der zeitliche Zusammenhang mit der Dotcom-Krise sowie der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise ist auffällig, aber noch nicht weitergehend erforscht. Johannes Petry, Jan Fichtner, Eelke Heemskerk (2019: 2) weisen nach, dass aktiv gemanagte Fonds zwischen 2007 und 2016 Abflüsse von etwa 1,2 Billionen US-Dollar und Indexfonds im gleichen Zeitraum einen Zufluss von über 1,4 Billionen US-Dollar zu verzeichnen hatten. 2019 überholte das in Indexfonds angelegte Kapitalvolumen zum ersten Mal das der aktiven Fonds. Zu dieser deutlichen Bedeutungsverschiebung zwischen aktiv und passiv gemanagten Fonds trugen auch die Anlagestrategien anderer Typen institutioneller Investoren bei. Insbesondere große Pensionsfonds wie CalPERS schichteten ihr Kapital in passive Investmentfonds um (Braun 2016: 263).

Begleitet von dem rasanten Aufstieg des passiven Investments ist eine starke Konzentration in der Verwaltung von Aktienkapital auf Indexfonds zu verzeichnen, deren Markt ebenfalls hochkonzentriert ist. Parallel zu den massiven Kapitalzufluss in Indexfonds begannen jüngst auch zunehmend auf aktive Fonds spezialisierte Unternehmen insbesondere ETFs anzubieten. Allerdings zeigen Jan Fichtner, Eelke Heemskerk und Javier Garcia-Bernardo (2017), dass der Indexfonds-Sektor deutlich von drei Unternehmen dominiert wird: BlackRock, Vanguard und State Street. Zusammen verwalten sie Vermögen von 2019 etwa 15,5 Billionen US-Dollar (McLaughlin/Massa 2020) – mehr als das Dreifache des global in Hedgefonds angelegten Kapitals. Da Aktien bislang die primäre Anlageform von Indexfonds darstellen – auch wenn sich ihre Nutzung von Anleihen ausweitete (Petry u.a. 2019: 10f.) – geht mit der Konzentration des in Indexfonds angelegten Vermögens auch eine massive Konzentration von Aktienkapital, im Vergleich zum zuvor dominierenden, deutlich stärker fragmentierten Sektor der aktiv gemanagten Fonds mit einer breiteren Palette an genutzten Anlageformen einher (Fichtner/Heemskerk 2018: 3). Zusammengenommen konzentrieren BlackRock, Vanguard und State Street 2008 rund 13,5 Prozent des Aktienvermögens der im S&P 500 gelisteten Unternehmen auf sich und steigerten ihren Anteil auf rund 22 Prozent im Jahr 2018. Sie stellen die größten Halter von Aktienanteilen in 90 Prozent aller Unternehmen dar, darunter Microsoft, General Electric und Apple. Zudem hielten sie etwa 20 Prozent der Anteile großer US-amerikanischer Banken, wie der Citigroup oder JPMorgan Chase (ebd.: 14f., 24).

In Europa ist das Investment in Indexfonds bislang weniger verbreitet als in den USA. Aber auch hier zeigt sich eine starke Expansion des Markt-

tes und – wenn auch schwächer ausgeprägt – eine mit dem Aufstieg der Indexfonds verbundene Konzentration des Aktienvermögens. Allein der europäische Markt für ETFs umfasst etwa 870 Milliarden Euro und verzeichnete 2019 einen Rekordzufluss von 107 Milliarden Euro (Groth 2020). BlackRock, Vanguard und State Street stellen dabei gemeinsam den mindestens zweitgrößten Anteil in knapp 70 Prozent der 50 größten in Europa ansässigen Unternehmen. In Großbritannien verwalteten BlackRock, Vanguard und State Street im Jahr 2018 zusammen etwa zehn Prozent der Aktien von im FTSE gelisteten Unternehmen, stellten dabei aber den größten Anteil in etwa 60 Prozent der Fälle, in weiteren 25 Prozent den mindestens drittgrößte Anteilseigner. In der BRD konzentrierten BlackRock, Vanguard und State Street im Jahr 2018 zusammengenommen das höchste Aktienvermögen in 40 Prozent der 30 größten börsennotierten Unternehmen. Bezogen auf den MDAX, ein Index, in dem vor allem von Individuen und Familien kontrollierte Unternehmen gelistet werden, war der Anteil der Indexprovider hingegen deutlich schwächer ausgeprägt (Fichtner/Heemskerk 2018: 6, 14f.).

Als Folge des Aufstiegs des passiven Investments hat so insgesamt die Konzentration von Aktienkapital in den Portfolios einer sehr kleinen Gruppe von Indexfondsanbietern stark zugenommen. Der Aufstieg der Indexfondsanbieter wurde vor allem damit erklärt, dass diese im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds keine nachteiligen Renditeerwartungen bei gleichzeitig viel geringeren Kosten haben (Braun 2016; Fichtner/Heemskerk 2018). Hinsichtlich der Konzentration von Aktienkapital muss allerdings auch die besondere Funktionsweise der Indexfonds betont werden: Zentrales Moment ihrer Strategie ist, Aktien in der Breite der in den Indizes abgebildeten Unternehmen beziehungsweise bestimmter Teilbereiche zu halten. Dabei konzentriert sich das von den Indexfonds verwaltete Aktienvermögen auf für den gesellschaftlichen Produktionsapparat besonders zentrale Unternehmen, da sie es sind, die in den Indizes abgebildet werden. Interessanterweise ist mit dieser Anlagestrategie auch die Steuerungsfunktion der Finanzmärkte in der Verteilung von Kapital auf das fungierende Kapital und der Verteilung des Profitteils der Einzelkapitale, der an das Finanzkapital geht, auf die Spitze getrieben. Indem Indexfonds darüber hinaus die Bewegung der Aktienmärkte nachbilden, setzt das Instrument in der Konkurrenz zwischen den Indexfonds nicht auf Alleinstellungsmerkmale in der Investitionsstrategie, sondern auf eine Skalenökonomie der Nachahmung. Beide in der Form der Indexfonds angelegten Momente zielen auf eine hohe Konzentration von Aktienkapital unter dem Kommando einer kleinen Gruppe von institutionellen Investoren.

Kommando über Aktienkapital

Die Transformation von Eigentumsstrukturen börsennotierter Unternehmen seit den 1980er Jahren zeigt eine beeindruckende Dynamik der Konzentration des Kommandos über Aktienkapital auf institutionelle Investoren. Insbesondere der Blick auf die konkreten Investitionsstrategien und Finanzinstrumente legte dabei die erdrutschartige Verschiebung in der Verwaltung von Vermögen auf eine kleine Gruppe institutioneller Investoren frei: die Indexfondsanbieter.

Allerdings verweist ein auf Marx aufbauendes Verständnis von Finanzialisierung als strukturelle Bedeutungszunahmen von Finanzkapital und insbesondere fiktivem Kapital darauf, dass diese Konzentrationsdynamik keineswegs als »feindliche Übernahme« durch Akteur*innen des Finanzsektors verstanden werden sollte. Vielmehr zeigt sich, dass die Transformation von Eigentumsstrukturen von Unternehmen und das Erobern der Kommandohöhen über Aktienkapital durch institutionelle Investoren seine Grundlage in der strukturellen Reorganisation der Ökonomien der Zentren hat. Im Zuge der Finanzialisierung erfolgte eine Bedeutungszunahme fiktiven Kapitals nicht nur im Finanzsektor, sondern auch innerhalb der Kreisläufe des industriellen Kapitals selbst. Dessen Führungsetagen haben die Bedeutungszunahme der Kapitalmärkte sowohl quantitativ als auch im Hinblick auf ihren Einfluss auf die Unternehmensführung, deren Kontrollsysteme sowie die Akkumulationsstrategien aktiv vorangetrieben und erheblich von diesen profitiert. Insofern sind Unternehmen keinesfalls passive Opfer eines »von außen« kommenden Finanzialisierungsprozesses. Wie Unternehmen allerdings auf den Konzentrationsprozess des Kommandos über Aktienkapital auf eine kleine Gruppe von Indexfondsanbietern reagieren, ob dieser ein anhaltendes Phänomen ist, im europäischen Kontext zunehmend an Bedeutung gewinnt oder welche Konsequenzen für die *corporate governance* von Unternehmen damit verbunden sind, muss der künftigen Forschung überlassen werden.

Deutlich wurde jedoch, dass mit der gesellschaftlichen Ausweitung von Aktienvermögen alles andere als eine in den Begriffen der Aktionärsdemokratie oder des Pensionsfondssozialismus (Drucker 1976; Lordon 2003) implizierte Vergesellschaftung der Kontrolle über den Produktionsprozess einhergeht. Die in der Form des fiktiven Kapitals angelegte Trennung von formalem Eigentum und der Verwertungsfunktion von Kapital einerseits und die Fragmentierung des Eigentums an Aktienkapital bei gleichzeitiger Konzentration des Kommandos über dieses Eigentum auf institutionelle Vermögensverwalter andererseits überführt die formale Vergesellschaftung der Einzelkapitale über die Finanzmärkte in eine »Privatproduction ohne Kontrolle

des Privateigentums« (MEGA² II.4.2: 503). Kleinaktionäre oder Beschäftigte mit kapitalmarktbasierter Altersvorsorge werden somit zu Finanziers des fungierenden Kapitals und institutioneller Investoren, ihr Interesse an der Verhinderung eines Wertverlusts ihrer Ersparnisse ist mit einer erfolgreichen Kapitalverwertung und stabilen Finanzmärkten verknüpft. Die durch die Form des fiktiven Kapitals ermöglichten und begünstigten Konzentrationsprozesse in der Verwaltung von Aktienkapital positionieren vielmehr die institutionellen Investoren – derzeit konkret eine kleine Gruppe von Indexfondsanbietern – auf den Kommandohöhen der Kontrolle über das Aktienkapital. Dabei scheint es irreführend, ihren Einfluss an einem bestimmten Prozentsatz von Aktienanteilen einzelner Investor*innen in einzelnen Unternehmen zu bewerten. Fichtner (u.a. 2017) zeigen, dass die großen Anbieter von Indexfonds BlackRock, Vanguard und State Street, ihr Stimmverhalten auf den Aktionärsversammlungen koordinierten und dabei überwiegend mit dem Management stimmen, ihren Einfluss also als Akteursgruppe und vorwiegend in Allianz mit dem fungierenden Kapital auch gegen andere Investorengruppen geltend machen.

Durch den Aufstieg der Indexfonds vollzieht sich zudem eine weitere Transformationsdynamik im Kommando über Aktienkapital mit potenziell weitreichendem Einfluss auf die *corporate governance* von Unternehmen (Petry u.a. 2019). Indem Indexfonds Indizes abbilden, hat das Fonds-Management selbst relativ wenig Handlungsspielräume in Bezug auf die Investmentstrategien. Eine Exit-Option – der Verkauf von Aktien eines Index-gelisteten Unternehmens – ist kaum möglich, da sonst der Index nicht mehr abgebildet wäre. Die Investitionsentscheidungen werden damit faktisch an die Unternehmen ausgelagert, die die wichtigen Indizes zusammenstellen – die Indexprovider. Auch der Markt der Indexanbieter ist hochkonzentriert und wird global von drei Unternehmen dominiert: MSCI, S&P Dow Jones Indices und FTSE Russell. Bereits vor dem Aufstieg der Indexfonds hatten diese über die Definition von Standards und die damit verbundene Entscheidung über die Aufnahme oder den Ausschluss von Unternehmen in ihre Indizes Einfluss auf ökonomische Entscheidungen der gelisteten Unternehmen. So kann etwa der Ausschluss eines Unternehmens aus einem wichtigen nationalen Index zu massiven Kapitalabflüssen und einem sinkenden Aktienwert des Unternehmens führen. Dabei ist das Setzen quantitativer Standards durch die Indexprovider alles andere als ein rein technischer Vorgang. In den von den Indexanbietern als Benchmarks gesetzten Werten verbergen sich Bewertungen etwa im Hinblick auf profitversprechende Unternehmensstrategien, für Investor*innen vorteilhafte *corporate-governance*-Entscheidungen oder spezifische Zukunftserwartungen, die wiederum Einfluss auf Unternehmensstrategien nehmen können.

Während einige Indizes dabei einem mehr oder weniger transparentem und unveränderten Regelset folgen, werden Entscheidungen über zentrale Indizes – etwa den S&P 500 – hinter verschlossenen Türen getroffen und sind teils auch als direkte Reaktionen auf die *corporate governance* von Unternehmen zu verstehen – etwa über eine nachteilige Bewertung von Unternehmen mit großen Ankerinvestitionen oder bei nicht als ausreichend erachteter Vergabe von Stimmrechte an Aktionär*innen (Petry u.a. 2019: 15). Indexproviden fungieren damit quasi als Pendant zu Ratingagenturen. Indem sie unter der Berücksichtigung sowohl der Interessen der Investor*innen als auch der Vermögensverwalter das Verhalten von Unternehmen bewerten und zahlenförmig verallgemeinern, kommt ihnen ein informeller und gleichzeitig hochgradig institutionalisierter Einfluss auf die *corporate governance* zu. Welche Konsequenzen dies für die betroffenen Unternehmen und die ökonomischen Strukturen insgesamt hat, muss künftig untersucht werden. Deutlich wird allerdings, dass die Rolle von Indexanbietern durch die Explosion des passiven Investments stark an Bedeutung gewonnen hat. Von einer Vergesellschaftung der Kontrolle über den Produktionsprozess und dessen Zielsetzungen mittels Aktienbesitz sind wir damit ebenso weit entfernt wie es fragwürdig ist, diese über Wertpapiere als Instrument kapitalistischer Verwertung und all den damit verbundenen Zwängen herstellen zu wollen.

Literatur

- Bieling, Hans-Jürgen (2012): Transnationale (Krisen-)Dynamiken des Finanzmarktkapitalismus. Klassenverhältnisse, Gender und Ethnizität aus politökonomischer Perspektive. In: *Berliner Journal für Soziologie* 22(1): 53-77. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11609-012-0177-0>.
- BIZ (2007): *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007*. Basel.
- Braun, Benjamin (2016): From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism. In: *New Political Economy* 21(3): 257-273. DOI: <https://doi.org/10.1080/13563467.2016.1094045>.
- Drucker, Peter (1976): *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. New York.
- Epstein, Gerald (2005): *Financialization and the World Economy*. Cheltenham u.a.
- Evans, Trevor (2001): Die Rolle finanzieller Faktoren im US-amerikanischen Wirtschaftsboom der 90er Jahre. In: *PROKLA* 122 31(1): 31-45. DOI: <https://doi.org/10.32387/prokla.v31i122.751>.
- Faust, Michael / Thamm, Lukas (2015): Wie viel »Finanzmarktkapitalismus« gibt es in Deutschland? Indikatoren der Kontroll-Finanzialisierung von 1990 bis heute. Soeb-Working-Paper 2015-5. URL: <http://www.sofi.uni-goettingen.de>. Zugriff: 12.1.2020.
- Fichtner, Jan / Heemskerck, Eelke M. (2018): The New Permanent Universal Owners. Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-termism. In: *SSRN Electronic Journal*. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3321597>.
- / – / Garcia-Bernardo, Javier (2017): These three firms own corporate America. URL: <https://theconversation.com>, Zugriff: 29.3.2020.
- Friedman, Thomas (2000): *The Lexus and the Olive Tree*. New York/NY.

- Gonnard, Eric / Kim, Eun Jung / Ynesta, Isabelle (2008): Recent Trends in Institutional Investors Statistics. OECD Financial Market Trends. URL: <http://www.oecd.org/>, Zugriff: 1.12.2018.
- Groth, Julia (2020): ETF-Markt auf Wachstumskurs (6.2.2020). URL: <https://www.capital.de>, Zugriff: 29.3.2020.
- Hardie, Iain / Howarth, David (2013): Framing Market-Based Banking and the Financial Crisis. In: Dies. (Hg.): *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*. Oxford: 22-55.
- Heinrich, Michael (2003): *Die Wissenschaft vom Wert. Die Marxsche Kritik der politischen Ökonomie zwischen wissenschaftlicher Revolution und klassischer Tradition*. Münster.
- Heires, Marcel / Nölke, Andreas (2014): Die Politische Ökonomie der Finanzialisierung. Einleitung. In: Dies. (Hg.): *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Berlin: 19-29.
- Helleiner, Eric (1994): *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca/NY.
- Höpner, Martin / Krempel, Lothar (2004): The Politics of the German Company Network. In: *Competition & Change* 8(4): 339-356. DOI: <https://doi.org/10.1080/1024259042000304392>.
- Huffschmid, Jörg (2002): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg.
- Jahnke, Patrick (2017): Voice versus Exit. The Causes and Consequence of Increasing Shareholder Concentration. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3027058>.
- Kädtler, Jürgen (2009): Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus. In: *SOFI Arbeitspapier* (5).
- Krippner, Greta (2005): The Financialization of the American Economy. In: *Socio-Economic Review* 3(2): 173-208. DOI: <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>.
- Lazonick, William / O'Sullivan, Mary (2000): Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. In: *Economy and Society* 29(1): 13-35. DOI: <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.
- Lordon, Frédéric (2003): »Aktionärsdemokratie« als soziale Utopie? Über das neue Finanzregime und Wirtschaftsdemokratie. Hamburg.
- Marx, Karl / Engels, Friedrich (1956ff.): *Marx-Engels-Werke* (MEW). Berlin.
– / – (1975ff.): *Marx-Engels-Gesamtausgabe* (MEGA²). Berlin.
- McLaughlin, David / Massa, Annie (2020): The Hidden Dangers of the Great Index Fund Takeover (9.1.2020). URL: <https://www.bloomberg.com>, Zugriff: 29.3.2020.
- Nienhüser, Werner u.a. (2016): Wem gehören die großen Unternehmen? Restrukturierung des Eigentums während der Finanzkrise in Deutschland und den USA. In: *WSI-Mitteilungen* 69(8): 584-594. DOI: <https://doi.org/10.5771/0342-300X-2016-8-584>.
- Petry, Johannes / Fichtner, Jan / Heemskerk, Eelke (2019): Steering Capital. The Growing Private Authority of Index Providers in the Age of Passive Asset Management. In: *Review of International Political Economy* 58(1): 1-25. DOI: <https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1699147>.
- Sablowski, Thomas (2003): Bilanz(en) des Wertpapierkapitalismus. Deregulierung, Shareholder Value, Bilanzskandale. In: *PROKLA* 131 33(1): 201-233. DOI: <https://doi.org/10.32387/prokla.v33i131.666>.
- Sablowski, Thomas / Rupp, Joachim (2001): Die neue Ökonomie des Shareholder Value. In: *PROKLA* 122 31(1): 47-78. DOI: <https://doi.org/10.32387/prokla.v31i122.752>.
- Stockhammer, Engelbert (2014): Entstehung und Krise des finanz-dominierten Akkumulationsregimes. In: Heires, Marcel / Nölke, Andreas (Hg.): *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Berlin: 33-48.
- The Global Economy (o.J.): Stock Market Capitalization, Percent of GDP – Country Rankings. URL: <https://www.theglobaleconomy.com/>, Zugriff: 2.5.2020.
- Windolf, Paul (Hg.) (2005): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden.