

## Finanzmarktintegration und Corporate Governance in der Europäischen Union

*Noch vor einiger Zeit schien der Prozess der europäischen Markt- und Währungsintegration nahezu abgeschlossen. Insbesondere die Initiativen zur Errichtung eines integrierten europäischen Finanzmarktes lassen jedoch erkennen, dass die ökonomische Integration noch längst nicht an ihre Grenzen gelangt ist. Unter den Bedingungen eines integrierten Finanzmarktes beschleunigt sich noch einmal der Wandel der sozioökonomischen und politisch-regulativen Reproduktionsmuster, nicht zuletzt im Bereich der Corporate Governance. Diese Entwicklung ist unter integrationstheoretischen Gesichtspunkten insofern interessant, als sich die jüngeren Initiativen, ähnlich wie zuvor bereits der EG-Binnenmarkt oder die Wirtschafts- und Währungsunion, zu einem neuen politischen Projekt zu verdichten scheinen. Der Übergang in die »informationsbasierte Shareholder-Ökonomie« stützt sich dabei auf einen relativ breiten Basiskonsens, der durch einen transnationalen koordinierenden Diskurs aktiv gestaltet wird. Ungeachtet der konvergierenden Interessen und ausgehandelten Kompromisse läuft die Finanzmarktintegration jedoch keineswegs immer reibungslos, da die Veränderungen im sozioökonomischen und politisch-regulativen Reproduktionsmodus zumindest punktuell auch intergouvernementale Konflikte und soziale Widerstände erzeugen.*

»Politiker spielen in der Börsen-Gesellschaft ohnehin nur noch eine Nebenrolle. Und selbst den Managern wird kaum noch Gestaltungsspielraum zugestanden – sie sind die Getriebenen des Kapitalmarktes. Die Hauptrolle spielen allein die finanzgewaltigen Fondsmanager: Sie sind die Inquisitoren des dritten Jahrtausends. Ihre Religion ist der Shareholder-Value« (Nölting 2000: 49).

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

Im Klima der allgemeinen Ernüchterung, das sich Anfang der Neunzigerjahre breit machte, deutete vieles zunächst darauf hin, dass die europäische Markt- und Währungsunion an ihre Grenzen gestoßen war: die sehr knappen oder gar gescheiterten Referenden über den EU-Vertrag von Maastricht, die allgemeine Skepsis gegenüber dem Projekt der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) (vgl. Obradovic 1996), die zahlreichen Demonstrationen, Proteste und Streiks gegen die Folgen einer pro-

---

1 Der Artikel entstand im Kontext des DFG-Forschungsprojektes »Wirtschaftsverfassung, Policy-Framing und Regime-Konkurrenz. Eine Studie zur politischen Konstitution und konzeptionellen Ausgestaltung der europäischen Wettbewerbsregulation«, das im Schwerpunktprogramm »Regieren in der Europäischen Union« angesiedelt ist. Für wertvolle Anregungen und konstruktive Kritik danken wir der Forschungsgruppe Europäische Gemeinschaften (FEG) und den anonymen Gutachterinnen und/oder Gutachtern der ZIB.

zyklischen Austeritätspolitik und auch die Abwahl von Regierungen mit einer offensiven wirtschaftsliberalen und monetaristischen Programmatik. Seit Ende der Neunzigerjahre scheint sich die Situation nun jedoch erneut gewandelt zu haben. In der Fortschreibung der bisherigen ökonomischen Integrationsprojekte, dem Europäischen Währungssystem (EWS), dem EG-Binnenmarkt und der WWU, konzentrieren sich die Anstrengungen der nationalen Regierungen wie auch der Europäischen Kommission verstärkt darauf, den Übergang in die »informationstechnologisch basierte Shareholder-Ökonomie« voranzutreiben.<sup>2</sup> Diese ist als ein politisches Projekt zuletzt wiederholt auf die Agenda gelangt: einerseits durch die stimulierende Wirkung, die von der WWU auf die grenzüberschreitenden Geld- und Kapitalmarkttransaktionen ausgeht, andererseits aber auch durch eine Reihe von Aktionsplänen<sup>3</sup> sowie durch die angestrebte Effektivierung des politischen Entscheidungsverfahrens im Bereich der europäischen Wertpapiermärkte (vgl. Ausschuss der Weisen 2001). Im Zentrum steht mithin die Schaffung eines integrierten europäischen Finanzmarktes. Durch diesen soll die Modernisierung der Produktionsstrukturen wie auch des allgemeinen wirtschaftlichen und sozialregulativen Handlungsrahmens beschleunigt werden. Ungeachtet vieler offener Punkte und Kontroversen bildet der integrierte Finanzmarkt den Fokus einer Vielzahl integrationspolitischer Zielsetzungen und Erwartungen. Diese reichen von der Stärkung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit über erhoffte technologische Innovationsimpulse bis hin zur Reform der Alterssicherung.

Unklar und umstritten ist bislang jedoch noch, wie sich die Dynamik des neuen politischen Projektes, d.h. des Übergangs in die »informationsbasierte Shareholder-Ökonomie«, genauer bestimmen lässt. Dies liegt zum Teil daran, dass der politische Prozess noch unabgeschlossen ist und sich die konkreten sozioökonomischen Implikationen vermutlich erst in einigen Jahren empirisch eindeutiger erforschen lassen. Wichtige programmatische, institutionelle und regulative Vorentscheidungen und

- 
- 2 Der aus dem US-amerikanischen Wirtschaftsraum stammende Begriff des Shareholder-Value gewinnt im Zuge der Finanzmarktintegration auch in den ökonomischen und politischen Debatten in Europa an Bedeutung (vgl. Rappaport 1998; Hirsch-Kreinsen 1998). Im engen Sinne ist der Shareholder-Value-Ansatz eine besondere Form der Kapitalwertberechnung, d.h. ein finanzorientiertes Kontrollverfahren, um Unternehmen und spezifische Unternehmensstrategien vergleichen und bewerten zu können. Das Konzept zielt darauf ab, »eine vergangenheitsorientierte Unternehmensbetrachtung zugunsten einer zukunftsorientierten Bewertung zu überwinden« (Sablowski/Rupp 2001: 58). In einem weiten Sinne umfasst die Shareholder-Value-Orientierung eine Strategie zur Steigerung des Markt- bzw. Aktienwertes von Unternehmen (*Value*). Im Unterschied zur *Stakeholder*-Politik, die von einem Ausgleich der Interessen von Aktionären und anderen Anspruchsgruppen (z.B. Beschäftigten, Kunden, Lieferanten, Fremdkapitalgebern) ausgeht, verfolgt der Shareholder-Value-Ansatz einen Zielmonismus, der die Managemententscheidungen an den Interessen der Kapitaleigner (*Shareholder*) ausrichtet. Zentrale Bestandteile des Konzeptes sind die Vermarktlichung der Steuerungs- und Koordinierungsprozesse in einem Unternehmen (z.B. Outsourcing, Lean Management, Lean Production) sowie eine aktionärsorientierte Form der *Corporate Governance*, die die Performance eines Unternehmens dem Urteil und der Sanktionierung der internationalen Finanzmärkte überantwortet.
  - 3 Zu eEurope vgl. Europäische Kommission (2000a, 2000b); zu Risikokapital vgl. Europäische Kommission (1998b, 1999b); zu Finanzdienstleistungen vgl. Europäische Kommission (1998a, 1999a).

Weichenstellungen sind allerdings jetzt schon erkennbar. Um deren Charakter zu veranschaulichen, wird das neue Projekt in einem ersten Schritt – historisch und integrationstheoretisch – in den Kontext bisheriger Projekte gestellt. Als Projekt begreifen wir dabei Initiativen und Entwürfe, die als pragmatische Antwort auf konkrete nationale und europäische Probleme den Prozess der sozioökonomischen, gesellschaftlichen und staatlich-institutionellen Reorganisation politisch-konzeptionell und strategisch vorantreiben. In einem zweiten Schritt geht es dann um die Entstehung und die Implikationen der neuen »informationstechnologisch basierten Shareholder-Ökonomie«. In diesem Sinne wird einerseits rekonstruiert, wie die neuen Vorhaben auf die politische Agenda gelangt sind, und welche Akteure sie mit welchen Zielsetzungen unterstützen. Andererseits wird aber auch ebenso diskutiert, welche Konsequenzen sich für die Wirtschafts- und Sozialverfassung, nicht zuletzt für die Formen der *Corporate Governance* und die Systeme der industriellen Beziehungen abzeichnen. Abschließend werden die Widersprüche und Konfliktfelder umrissen, die im Übergang zu einer finanzmarktgetriebenen Modernisierung erkennbar werden.

## 2. Projekte der europäischen Integration

Gegenwärtig lassen sich in den integrationstheoretischen Debatten, deren Intensität und Inhalt mit der realpolitischen Dynamik der europäischen Integration verknüpft sind, zwei grundsätzliche Konfliktlinien ausmachen: Mit der Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion lebte die bereits klassische Auseinandersetzung um die Gewichtung von intergouvernementalen und supranationalen Einflussfaktoren und Entscheidungsprozessen neu auf. Ungeachtet verschiedener Versuche, beide Aspekte durch einen »neuen Brückenschlag« (Neyer/Wolf 1996) miteinander zu verbinden, besteht die Spannung zwischen supranational und intergouvernemental fokussierten Erklärungsansätzen weiter fort (vgl. Moravcsik 1998; Sandholtz/Stone Sweet 1998; Armstrong/Bulmer 1998). Gleichzeitig entfaltet sich in jüngerer Zeit eine zweite Kontroverse, in der das Verhältnis von Ideen und Interessen im europäischen Integrationsprozess stärker ins Blickfeld rückt (vgl. Jachtenfuchs 1995). Während sozialkonstruktivistisch inspirierte Ansätze davon ausgehen, dass sich die unterschiedlichen »Sichtweisen« der europäischen Integration auf Identitäten zurückführen lassen, die sich aus einem Set von sozialen Strukturen, kulturellen Bedingungen und Diskursen ergeben, sehen rationalistische Ansätze die eigentlichen Triebkräfte der Integration in den materiellen (Akteurs-)Interessen.

Wir gehen davon aus, dass im Prozess der europäischen Integration beide Elemente eng aufeinander bezogen sind. Die interessenbasierten Handlungen sind stets kulturell und sozial vorstrukturiert, und umgekehrt bleiben politische Ideen und Visionen immer an materielle Bedingungen geknüpft. Das Hegemonie-Konzept der »neo-gramscianischen Internationalen Politischen Ökonomie« befindet sich genau im Schnittpunkt dieses »doppelten Brückenschlags« zwischen intergouvernementalen und supranationalen sowie zwischen rationalistischen und konstruktivistischen

Ansätzen (vgl. Bieling/Steinhilber 2000; Bieler/Morton 2001). Hegemonie ist dabei nicht einfach als Vorherrschaft im Sinne von Dominanz zu verstehen, sondern als eine primär auf Konsens beruhende Herrschaftsstruktur; und zwar sowohl im Bereich der gesellschaftlichen wie auch der inter- bzw. transnationalen Beziehungen. Hegemonie gründet sich mithin auf das materiell, institutionell und diskursiv geprägte Handeln einer Vielzahl sozialer und politischer Akteure (vgl. Cox 1998: 83-85). Von daher reicht es nicht aus, nur die zwischenstaatlich artikulierten Interessen zu analysieren oder allein die komplexen Formen der supranationalen Politikregulierung herauszuarbeiten. Der Blick richtet sich stets auf beide Dimensionen, nicht zuletzt auf die transnationale Vermittlung europäischer und nationaler Kommunikations- und Entscheidungsprozesse.

Im Vordergrund der neo-gramscianischen Arbeiten stehen zumeist die historisch-strukturelle und die klassentheoretische Analyseebene. Die historisch-strukturelle Ebene bezieht sich auf den historischen Block, d.h. auf die spezifische Artikulation aller gesellschaftlichen Dimensionen eines nicht unbedingt widerspruchsfreien, aber doch relativ kohärenten nationalen oder auch internationalen Entwicklungsmodells (vgl. Cox 1987; van der Pijl 1984). Die klassentheoretische Analyseebene beleuchtet demgegenüber die Prozesse, über die sich ein nationaler oder internationaler hegemonialer Block, eine Konfiguration sozialer und politischer Kräfte, herausbildet und machstrategisch reproduziert (vgl. Holman/van der Pijl 1996). Wie dies genau geschieht und wie sich auch die Gesellschaftsformation fortentwickelt, erschließt sich unseres Erachtens über eine dritte Analyseebene: die politischen, zuweilen auch hegemonialen Projekte. Als programmatische und politisch-operative Verdichtung von gesellschaftlichen Interessen und Diskursen prägen die politischen Projekte maßgeblich den Fortgang der europäischen Integration. Sie sind dabei wesentlich das Ergebnis sozialer und politischer Konstruktionsprozesse. Wenn sich über die politischen Projekte die transnationale Kräftekonfiguration verändert, so geschieht dies nicht einfach nur durch ein Neuarrangement der materiellen Machtverhältnisse, sondern immer auch über diskursive Prozesse, die die Fortentwicklung bzw. Neuausrichtung des ökonomischen oder politisch-institutionellen Reproduktionsmodus als sinnvoll und attraktiv erscheinen lassen. Kurzum, politische Projekte stützen sich, zumindest dann, wenn sie hegemonial sein wollen, stets auf verschiedene Dimensionen sozialen und politischen Handelns, zu denen neben rationalen Interessen auch normative Grundhaltungen, Ideen und Visionen gehören.

Der Charakter und die Ausstrahlungskraft der jeweiligen politischen Projekte lassen sich darüber bestimmen, wie die unterschiedlichen Handlungsressourcen interagieren, ob und in welchem Maße sie sich z.B. gegenseitig verstärken. Analytisch lassen sich dabei – stark vereinfacht – zwei Dimensionen unterscheiden: die der rationalen Interessen und die der diskursiven Interaktion. Die rationalen Interessen konstituieren sich auf der Grundlage der materiellen – ökonomischen, sozialen, institutionellen und regulativen – Handlungsbedingungen und Erwartungen, sind also durch ein umfassendes Ensemble unterschiedlicher Faktoren bestimmt. Ihre konkrete Ausprägung unterliegt zugleich jedoch auch dem Einfluss von Leitbildern, Ideen und normativen Grundhaltungen. Die Formen der diskursiven Interaktion las-

sen sich selbst wiederum in mehrere Ebenen untergliedern (vgl. hierzu auch Schmidt 2001: 231-235). Der Eliten-Diskurs oder koordinierende Diskurs<sup>4</sup> organisiert die Debatte und Verständigung zwischen den zentralen politischen Akteuren und Expertengemeinschaften. In diesem Rahmen geht es vor allem darum, über die Definition von politischen Initiativen und Projekten die gemeinsamen normativen Grundlagen zu festigen und konkurrierende Zielsetzungen in Übereinstimmung zu bringen. Im Unterschied dazu zielt der Medien-Diskurs oder kommunikative Diskurs *top down* darauf ab, die politische Öffentlichkeit von den vereinbarten Initiativen zu überzeugen. Über diese Diskursebene wird versucht, einen breiten gesellschaftlichen Konsens, mithin Hegemonie aktiv herzustellen. Ob dies gelingt, bleibt aber selbst noch von einer weiteren Ebene, dem Alltagsdiskurs abhängig. Dieser ist vor dem Hintergrund der gegebenen materiellen, sozialen und kulturellen Lebens- und Arbeitsbedingungen oft sehr disparat und widersprüchlich, wirkt aber selbst, z.B. über die Meinungsforschung oder Formen des politischen Protests, *bottom up* auf die anderen Diskursebenen zurück.

Politische Projekte sind dann hegemonial, wenn sich in ihnen die unterschiedlichen Interessen und Diskurse nicht nur überlagern, sondern wechselseitig derart verstärken, dass hieraus für weite Teile der Bevölkerung ein »motivating social myth« (Augelli/Murphy 1997) entsteht. Dieser wirkt mit Blick auf den europäischen Integrationspfad in zwei Richtungen: Einerseits generiert er durch die politische Fokussierung eines übergeordneten »Allgemeininteresses« eine aktive Zustimmung; andererseits desartikuliert und neutralisiert er zugleich widerstrebende Weltsichten und Zielsetzungen, organisiert mithin gesellschaftliche Akzeptanz. Ob und in welchem Maße das aktuelle Projekt der »informationstechnologisch basierten Shareholder-Ökonomie«, insbesondere die Finanzmarktintegration und die mit ihr verbundene Reorganisation der *Corporate-Governance*-Strukturen, bereits hegemonial ist, kann hier freilich nicht umfassend untersucht werden. Da das Projekt noch in den Anfängen steckt, konzentrieren sich die nachfolgenden Ausführungen in erster Linie auf den koordinierenden Diskurs in den politischen Verhandlungsarenen. Für die Art und Weise, wie die bisher erzielten Vereinbarungen über den kommunikativen Diskurs in den (nationalen) politischen Öffentlichkeiten verbreitet und vom Alltagsdiskurs gestützt werden, gibt es nur erste Indizien.

Der weitere Verlauf und die konkreten Implikationen der Finanzmarktintegration sind derzeit noch offen. Das neue Projekt schließt jedoch an die bisherigen Initiativen und konstitutionellen Arrangements der Markt- und Währungsintegration an, deren Dynamik, im Sinne der spezifischen diskursiven Problembezüge und Interessenlagen, nachfolgend skizziert wird:

---

4 Der koordinierende Diskurs stützt sich in der Regel auf formelle und informelle Formen der politischen Kooperation. Natürlich sind innerhalb strikt hierarchisch organisierter Entscheidungsverfahren auch nicht oder wenig kooperative Diskursstrukturen denkbar. Dies gilt jedoch nicht für die meisten Politikfelder im EU-System, in dem über Verhandlungssysteme eine Vielzahl gouvernementaler und gesellschaftlicher Akteure in den politischen Prozess einbezogen werden.

(1) Nachdem als Folge des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems und des Scheiterns des »Werner-Plans« sowohl die Relationen zwischen dem US-Dollar und der D-Mark als auch die Wechselkurse zwischen den europäischen Währungen starken Schwankungen unterlagen, einigten sich die deutsche und die französische Regierung darauf, den europäischen Währungsraum zu stabilisieren (vgl. Helleiner 1994: 132-135). Das 1979 von Helmut Schmidt und Valerie Giscard d'Estaing initiierte Europäische Währungssystem zielte darauf ab, zum einen den intra-europäischen Handel auf eine sichere Kalkulationsbasis zu stellen, und zum anderen den größten Ausgabenposten der EG, die Gemeinsame Agrarpolitik (GAP), effizienter verwalten zu können. Darüber hinaus schuf das EWS die Voraussetzungen dafür, dass sich die Prinzipien einer monetaristischen Stabilitätspolitik nachfolgend verallgemeinerten (vgl. McNamara 1998: 122-158). Der Währungsverbund verengte die Politikoptionen für diejenigen Mitgliedsstaaten, die vornehmlich nationale Lösungen für ihre wirtschafts- und beschäftigungspolitischen Probleme suchten. Gleichzeitig konnten die Regierungen der Schwachwährungsländer »externe Zwänge« geltend machen, um die austeritätspolitischen Maßnahmen innenpolitisch zu legitimieren. Außer in Frankreich, das von den Spannungen zwischen nationalem Entwicklungspfad und europäischer Einbindung am stärksten betroffen war (vgl. Steinhilber 2000: 14-16), gab es über die währungs- und geldpolitische Kooperation jedoch keine nennenswerte europapolitische Diskussion. Auch konnte die geringe Ausstrahlungskraft des technokratisch geprägten EWS keine weitergehenden Schritte zur Vertiefung der Integration stimulieren, geschweige denn die Euroskeletik überwinden, die erst 1982 ihren Höhepunkt erreichen sollte.

(2) Nach der Weltwirtschaftskrise 1979-1982 bemühten sich die politischen Akteure verstärkt um eine gemeinschaftliche Lösung für die stagnierende Konjunktur und die wachsende Massenarbeitslosigkeit in Europa. Es verallgemeinerte sich in diesem Kontext ein Diskurs, wonach die erwünschte Marktdynamik durch institutionelle Rigiditäten gehemmt wurde. Angesichts der Produktivitätsnachteile der europäischen gegenüber der japanischen und der US-amerikanischen Ökonomie, die sich wesentlich schneller von der Krise erholten, konkretisierten sich die politischen Vorstellungen letztlich im EG-Binnenmarkt Programm (vgl. Sandholtz/Zysman 1989: 103-120). Dieses zielte darauf ab, durch den Abbau nichttarifärer Handelshemmnisse auf den Waren-, Dienstleistungs-, Kapital- und Arbeitsmärkten einen intensiveren Wettbewerb zu erzeugen und die dadurch erzielten Produktivitätsfortschritte in Wirtschaftswachstum und Beschäftigung umzusetzen (vgl. Cecchini 1988). Im Gegensatz zum EWS wurde der gemeinsame Binnenmarkt von einer breiten Interessenkoalition getragen, in der auch supranationale Akteure eine maßgebliche Rolle spielten. Hervorzuheben ist die Bedeutung des European Roundtable of Industrialists (ERT), der die konzeptionelle Ausrichtung des Binnenmarkts entscheidend beeinflusste (vgl. van Apeldoorn 2002; Cowles 1995), und auch die Rolle der Kommission, die sich durch diese Initiative als eigenständiger *Policy-Maker* im Institutionengefüge der EU profilieren konnte (vgl. Ross 1995). Das Binnenmarktprogramm war insofern neoliberal ausgerichtet, als es eine Vielzahl von Deregulierungsmaßnahmen enthielt. Trotz der hierdurch erzeugten Anpassungszwänge konnte es im Vergleich zum EWS eine

ungleich größere Ausstrahlungskraft entfalten. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass das Programm eine griffige Lösung für die wirtschaftliche Rezession in Europa versprach. Zum anderen entwickelte sich eine allgemeine Aufbruchsstimmung, die darauf hoffen ließ, dass die Vertiefung der europäischen Integration mittelfristig auch in anderen Bereichen, der Industrie-, Regional- wie auch der Sozial- und Umweltpolitik, voranschreiten würde. So wurde der Binnenmarkt in den Mitgliedsstaaten weitgehend konsensual umgesetzt, zumal der einsetzende ökonomische Aufschwung den Anpassungsprozess erleichterte.

(3) Wie brüchig dieser Konsens jedoch war, zeigte sich im Verlauf der Neunzigerjahre. Die Umsetzung der Währungsunion, die noch in der Phase der Europhorie konzipiert wurde, fiel mit einer tiefen Legitimationskrise der EU, der so genannten Post-Maastricht-Krise zusammen (vgl. Deppe/Felder 1993; Patomäki 1997; Hansen/Williams 1999). In Dänemark und Frankreich hatten bereits die Referenden über den EU-Vertrag zum Ausdruck gebracht, dass – anders als beim Binnenmarkt – große Teile der Bevölkerung eine weitere Vertiefung der ökonomischen Integration nicht mehr als Lösung, sondern als Ursache der sozialen Krisenphänomene betrachteten. Der permissive Konsensus war einerseits durch die Massenarbeitslosigkeit und die soziale Fragmentierung der Gesellschaft, andererseits aber auch durch die strikte Konvergenzpolitik, die Intransparenz des europäischen Institutionengefüges und die geringen Fortschritte im Bereich der sozialen Integration unterspült worden. Angesichts zahlreicher sozialer Konflikte wie den Streiks 1995/96 in Frankreich, die sich – wenn auch diffus – gegen den eingeschlagenen ökonomischen Integrationspfad richteten, drängte die innenpolitische Fundierung der Europapolitik zunehmend in den Vordergrund. Die Interessenkonflikte zwischen den Mitgliedsstaaten wurden hierdurch offenkundig verstärkt. Während Frankreich bestrebt war, das wiedervereinigte Deutschland enger in die europäischen Strukturen einzubinden und zusammen mit den südeuropäischen Ländern einen größeren Einfluss auf die europäische Geldpolitik zu gewinnen, stand Deutschland einer Währungsunion lange Zeit skeptisch gegenüber. In der Diskussion über die Konvergenzkriterien und den Stabilitätspakt verschärften sich diese Widersprüche. Deutschland, allen voran die deutsche Bundesbank, wollte von der Vorgabe einer monetaristisch definierten und »entpolitisierten« Geldpolitik nicht abweichen. Zugleich forderten andere Mitgliedsstaaten und gesellschaftliche Akteure zum Teil vehement, die europäische Ökonomie einer größeren politischen Kontrolle durch demokratisch legitimierte Institutionen, z.B. einer europäischen Wirtschaftsregierung, zu unterwerfen (vgl. Bourdieu et al. 1997).

Durch die sozialen Proteste, den Erfolg sozialdemokratischer Parteien und eine zuletzt relativ entspannte Geldpolitik der EZB wurde der marktliberale Basiskon-sens zwar modifiziert, im koordinierenden und kommunikativen Diskurs jedoch nicht wirklich in Frage gestellt (vgl. Crouch 1997; Dyson 1999; Greenwood 1999). Durch die Stärkung des »sozialen Dialogs«, die Aufnahme des Sozialprotokolls in den EU-Vertrag und auch die vertragliche Verankerung einer europäischen Beschäftigungspolitik – diese beschränkt sich jedoch weitgehend auf ein politisch koordiniertes »Benchmarking«-Verfahren – ist die soziale Dimension zweifelsohne aufgewertet worden. Trotz der verbesserten Rechtsgrundlagen verbleiben die sozial-

und beschäftigungspolitischen Initiativen materiell letztlich jedoch innerhalb eines marktliberal (EG-Binnenmarkt) und stabilitätspolitisch (EWS, WWU) definierten Handlungsrahmens.<sup>5</sup>

### 3. *Das neue EU-Projekt: Übergang in die »informationstechnologisch basierte Shareholder-Ökonomie«*

Die zentralen Projekte der ökonomischen Reorganisation Westeuropas lassen sich im Rückblick als eine Entwicklung von einem zunächst in der Öffentlichkeit kaum wahrgenommenen und in diesem Sinne technokratischen (EWS), dann jedoch konsensualen, zuweilen sogar euphorischen (EG-Binnenmarkt), hin zu einem stärker disziplinierenden (WWU) Integrationspfad interpretieren. Nachdem dessen Legitimationsdefizite in Gestalt einer anhaltend hohen Massenerwerbslosigkeit, institutionalisierter Anpassungszwänge, austeritätspolitischer Restriktionen und eines schwindenden Einflusses demokratischer Organisationen immer offensichtlicher wurden (vgl. Gill 1998: 17f), kam es ab Mitte der Neunzigerjahre zu einer Stärkung kooperativer Regulationsformen. In vielen Bereichen lassen sich inzwischen Formen einer supra- und transnationalen »Network Governance« identifizieren (vgl. Kohler-Koch/Eising 1999), die in unterschiedlichem Maße darauf abzielen, die europäischen Entscheidungsprozesse durch die Beteiligung organisierter Interessengruppen besser auf die sozioökonomischen Erfordernisse abzustimmen. Einige dieser Netzwerkstrukturen, z.B. im Bereich der Arbeits- und Sozial-, der Beschäftigungs- oder der Regional- und Kohäsionspolitik, sind eher sozialintegrativ ausgerichtet. Sofern es jedoch um Fragen des Binnenmarktes geht, haben die Netzwerke zumeist eine marktliberale Orientierung. Dies reflektieren auch die Anstrengungen, einen integrierten europäischen Finanzmarkt zu schaffen. Über dessen Vorteile sind sich die europäischen Regierungen zwar grundsätzlich einig (vgl. Europäischer Rat 2000a: 7), sobald es jedoch um spezifische Richtlinien und Verordnungen geht, zeigen sich vielfältige Widerstände. Um diese zu überwinden, hat die Kommission, insbesondere die Generaldirektion »Binnenmarkt«, eine ganze Reihe von Initiativen ergriffen. In Abstimmung und mit der Unterstützung einer Vielzahl transnationaler Interessengruppen und Expertenzirkel<sup>6</sup> hat sie in den

5 Auch die Finanzmarktintegration verweist nicht auf die Ablösung arbeits- und sozialpolitischer Schwerpunkte, sondern auf die Transformation ihrer inhaltlichen und prozeduralen Bearbeitung. Die auf den EU-Gipfeln in Lissabon und Stockholm eingeleitete Ausweitung der »offenen Methode der Koordinierung« auf Bereiche wie Informationsgesellschaft, Forschungspolitik, Unternehmertum, Ausbildungspolitik, Sozialschutz oder die Reform der Alterssicherung (vgl. Hodson/Maher 2001: 726) zielt auf *nationalstaatliche* Reformen ab, die die Kompatibilität der Sozialsysteme mit der fortschreitenden ökonomischen Integration in den Mittelpunkt rücken.

6 Die wichtigsten organisierten Interessen im Finanzmarktbereich sind die Europäische Bankenvereinigung (Fédération Bancaire de L'Union Européenne, FEB), die Vereinigung der Sparkassen (European Savings Banks Group, ESBG), der Dachverband der europäischen Versicherungswirtschaft (Comité Européen des Assurances, CEA) und die Interessenvertretung der europäischen Börsen (Federation of European Securities Exchanges, FESE). Daneben gibt es einige kleinere Assoziationen wie die Fédération Européenne des Fonds et



vergangenen Jahren verstärkt darauf hingearbeitet, den Konsens über die Vorteile eines integrierten Finanzmarktes zu bekräftigen und den Ministerrat und das Europäische Parlament in diesen koordinierenden Diskurs einzubinden.<sup>7</sup>

### 3.1. Von der Liberalisierung zur Integration der Kapital- und Finanzmärkte

Bis heute stellt sich der Versuch, einen einheitlichen Markt für Finanzdienstleistungen herzustellen, als ein sehr schwieriges Unterfangen dar. Schon in den Sechziger- und Siebzigerjahren gab es erste Richtlinien, die auf eine Förderung und Regulierung grenzüberschreitender Finanztransaktionen hinwirkten. Diese blieben in ihrer Reichweite jedoch sehr begrenzt, da die Nationalstaaten keine Abstriche ihrer wirtschafts-, geld- und finanzpolitischen Autonomie hinnehmen wollten. Erst mit der Binnenmarktinitiative erhielt die Finanzmarktliberalisierung neuen Schwung (vgl. Tsoukalis 1997: 92-102). Die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs stand ganz oben auf der politischen Agenda und erfolgte bereits im Juni 1988. Anschließend sollte auf der Grundlage des Prinzips der wechselseitigen Anerkennung der Herkunftslandbestimmungen ein regulativer europäischer Rahmen für Finanztransaktionen geschaffen werden. Relativ reibungslos verlief der Prozess dabei noch im Bankensektor, wo die bereits Ende 1989 beschlossene Zweite Banken-Richtlinie ab 1993 in Kraft trat. Diese beinhaltete eine europäische Lizenz zur Niederlassung und definierte Mindeststandards in punkto Risikoabsicherung und Zahlungsfähigkeit. Unter Berücksichtigung der nationalen Besonderheiten wurde so ein flexibler Rahmen für einen integrierten Bankensektor geschaffen, der letztlich auch der Regulation des Versicherungs- und Wertpapiermarktes als Vorbild diente. Trotz aller Bemühungen der Kommission war der politische Koordinationsprozess in diesen Sektoren jedoch weitaus komplizierter. Konnten im stärker fragmentierten Versicherungsmarkt über die Richtlinien zu Lebensversicherungen und Nicht-Lebensversicherungen noch einige Fortschritte erzielt werden, erwies sich die Integration und Regulation der Wertpapiermärkte als besonders schwierig (vgl. Coleman/Underhill 1998: 230-237). Es dauerte bis 1996, ehe durch die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Investment Services Directive, ISD) und die Kapitaladäquanz-Richtlinie (Capital Adequacy Directive, CAD) eine eher notdürftige und zum Teil sehr umstrittene Regelung in Kraft trat. Offenkundig waren die Differenzen zwischen den nationalen

---

Sociétés D'Investissement (FEFSI) oder die European Federation for Retirement Provision (EFRP), die sich auf einzelne Teilaspekte der Finanzmarktintegration konzentrieren, z.B. die Richtlinien zu Investment- bzw. Pensionsfonds, und natürlich einige größere Finanzunternehmen mit eigenen Vertretungen in Brüssel. Im März 2001 haben sich überdies die Chief Executive Officers (CEOs) einiger großer Finanzkonzerne zu einem European Round Table of Financial Services (ERF) zusammengeschlossen. Wichtige konzeptionelle Anstöße und Kommentare kommen zudem vom European Shadow Financial Regulatory Committee des Center for European Policy Studies (CEPS).

- 7 Die nachfolgenden Ausführungen zur Finanzmarktintegration stützen sich maßgeblich auf Hintergrundgespräche, die im Mai 2001 und im Februar 2002 mit Kommissionsmitarbeitern sowie Vertretern und Vertreterinnen einflussreicher Interessengruppen geführt wurden.

Systemen der Investitionsfinanzierung, insbesondere die unterschiedliche Rolle von Universalbanken, Investmentbanken und institutionellen Anlegern, und auch der Besteuerung zu groß, als dass man sich leicht auf klar definierte europäische Standards hätte einigen können (vgl. Story/Walter 1997: 250-271). Ende der Neunzigerjahre konnte daher ungeachtet aller Liberalisierungsschritte noch nicht von einem integrierten europäischen Kapital- und Wertpapiermarkt gesprochen werden.

Allerdings hat sich in den vergangenen Jahren im Anschluss an eine ganze Reihe finanzmarktpolitischer Initiativen und Diskurse ein transnationaler Konsens herausgebildet, dass ein wirklich integrierter Kapital- und Wertpapiermarkt unumgänglich ist. Um die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Ökonomie zu stärken, im globalen Kampf um Direkt- und Portfolio-Investitionen bestehen zu können und die Beschäftigungslage zu verbessern, drängen nicht nur die Kommission (insbesondere die Generaldirektion »Binnenmarkt«) und die nationalen Regierungen, sondern auch die transnationalen Konzerne, Großbanken, Versicherungen und institutionellen Anleger über ihre jeweiligen Verbände und Interessenvertretungen darauf, den Zugriff auf investives Kapital durch die europäische (De-)Regulierung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen zu erweitern. Dies heißt nicht, dass die Vorstellungen über die regulative Ausgestaltung und Funktionsweise des gemeinsamen Finanzmarktes inzwischen deckungsgleich sind. Großbritannien orientiert sich z.B. eher an einer Konzeption der informellen Selbstregulierung, während die kontinental-europäischen Länder, vor allem Frankreich, verbindlichere regulative Standards und zentralisierte Kontrollstrukturen befürworten. Außerdem konkurrieren auch die unterschiedlichen Anleger, die Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungen, um Marktanteile, was sie dazu veranlasst, auf für ihren Bereich möglichst günstige Bedingungen zu drängen und die Auflagen für potenzielle Wettbewerber zu erhöhen. Trotz dieser Differenzen und Konflikte stimmen alle beteiligten Akteure jedoch überein, dass ein integrierter Finanzmarkt nicht nur zu befürworten, sondern auch unbedingt notwendig ist. Die Anstrengungen, weitere Integrationsschritte im Finanzmarktbereich einzuleiten, sind nicht zuletzt auf drei Entwicklungen zurückzuführen:

(1) Erstens zeigte sich, nachdem die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 1996 endlich umgesetzt wurde, dass sie zu kompliziert angelegt war (vgl. Story/Walter 1997: 266-269) und der veränderten Marktsituation bereits nicht mehr entsprach (vgl. Europäische Kommission 1998a). Dies galt auch für andere Regulierungen, etwa für die Kapitaladäquanz-Richtlinie oder die OGAW-Richtlinie (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren). In einigen Bereichen wie Marktmissbrauch, Pensionsfonds, Rechnungslegungsstandards etc. gab es noch überhaupt keine europäischen Bestimmungen. Die sich hieraus ergebenden Hindernisse für den Kapitalverkehr traten umso stärker hervor, als sich mit der WWU ein einheitlicher monetärer Handlungsrahmen ankündigte. Dessen Potenziale schienen aufgrund einer unzureichenden regulativen Angleichung im Finanzdienstleistungssektor jedoch nicht umfassend ausgeschöpft zu werden.

(2) Die WWU fungierte somit zweitens als ein wichtiger Katalysator der Finanzmarktintegration. In Vorbereitung auf die gemeinsame Währung ist in der EU nicht nur der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr deutlich angestiegen (vgl. Grahl

2001: 30f). Auch das sprunghafte Wachstum internationaler Investitionen, insbesondere die Zunahme von Fusionen und Übernahmen, verweist auf die stimulierende Wirkung, die der neue monetäre und finanzpolitische Rahmen für transnationale Unternehmens- und Finanztransaktionen hat. Nicht wenige sehen in einem integrierten, effektiv organisierten Finanzmarkt zudem eine zentrale Grundlage für einen international im Verhältnis zum US-Dollar stabilen Euro.

(3) Drittens schließlich hatte sich im Laufe der Neunzigerjahre die Bedeutung der Wertpapiermärkte für die Finanzierung von (Risiko-)Investitionen zum Teil erheblich verändert. Eine Signalwirkung ging in diesem Zusammenhang von dem Versuch aus, einen europäischen Risikokapitalmarkt zu schaffen. Ab Herbst 1994 förderte die Europäische Kommission zusammen mit der European Venture Capital Association (EVCA) und der European Association of Security Dealers (EASD) die Gründung eines gemeinsamen neuen Marktes für Technologie-Werte. Der in Brüssel seit 1996 geführte EASDAQ (European Association of Security Dealers Automated Quotation), seit Sommer 2001 NASDAQ Europe, war bereits nach dem Vorbild des US-amerikanischen NASDAQ konzipiert. Die etablierten Wertpapiermärkte und Investmentfirmen begegneten dem hierdurch erzeugten Liberalisierungsdruck mit einer konstruktiven Abwehrhaltung und gründeten selbst mehrere nationale »neue Märkte«, die sie dann zum Teil miteinander vernetzten (vgl. Weber/Posner 2001: 170-177).

Alle drei Dimensionen – überholte oder fehlende Regulierungen, die WWU und die veränderte Bedeutung der Wertpapiermärkte – machten deutlich, dass ein neuer regulativer Rahmen als dringlich erachtet wurde, um die Finanzmarktintegration voranzutreiben. Konkrete Schritte erfolgten jedoch erst, nachdem die Competitiveness Advisory Group (CAG)<sup>8</sup> zum EU-Gipfel in Cardiff einen Bericht vorlegte, in dem dargelegt wurde, dass von einem integrierten Finanzmarkt nicht nur eine effizientere Ressourcenallokation, sondern auch eine insgesamt verbesserte Wettbewerbsfähigkeit und Flexibilität der europäischen Ökonomie zu erwarten ist (vgl. CAG 1998; ähnlich ERT 1998: 20-23). Hiernach erhöht ein funktionsfähiger europäischer Kapitalmarkt unverkennbar den Druck, die nationalen Systeme der Investitionsfinanzierung, der *Corporate Governance* und der industriellen Beziehungen markt- und wettbewerbsorientiert zu modernisieren. Zudem wird in der wachsenden Bedeutung der Wertpapiermärkte und institutionellen Anleger auch eine Option gesehen, drängende Zukunftsprobleme zu bewältigen: z.B. durch die Entlastung der umlagefinanzierten Rentenversicherung durch kapitalgedeckte Pensionsfonds, durch die Bereitstellung von Risikokapital zur Finanzierung von Innovationen und durch eine Revitalisierung der europäischen Ökonomie. Der Bericht der CAG ist von der Kommission und vom Europäischen Rat in Cardiff sehr positiv aufgenommen worden. Die Europäische Kommission (1998a, 1999a) wurde anschließend damit beauftragt, einen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen auszuarbeiten, auf dessen Grundlage für die Wertpapiermärkte (bis Ende 2003) und für alle anderen Finanzdienstleistun-

---

8 Die CAG ist ein mit Vertretern aus Industrie, Wissenschaft und Gewerkschaften hochkarätig besetztes Expertengremium, das auf Anregung des ERT von der Europäischen Kommission im Jahr 1995 eingesetzt worden ist.

gen (bis 2005) ein umfassendes Set von 42 konkreten Richtlinienentwürfen umzusetzen ist: unter anderem zur EU-weiten Kapitalbeschaffung, zu europäischen Pensionsfonds, zur Börsenzulassung oder zur Rechnungslegung von Aktiengesellschaften. All diese Maßnahmen sollen dazu beitragen, die grenzübergreifende Umstrukturierung von Unternehmen zu erleichtern und transparenter zu gestalten.

Mario Monti, der damals zuständige Kommissar für Finanzdienstleistungen, hat die Bedeutung der in diesem Kontext erwogenen Integrationsschritte zwar noch abgeschwächt: »I am convinced that EU financial services legislation needs to be enforced effectively but does not require radical surgery« (Monti 1998). Zusammen mit zwei weiteren Aktionsplänen ergibt sich mittlerweile jedoch ein anderes Bild: Zum einen verfolgt der bis 2003 umzusetzende Risikokapitalmarktaktionsplan, der bereits kurz zuvor von der Europäischen Kommission (1998b, 1999b) angeregt und in Cardiff wie auf den nachfolgenden Gipfeln in Wien und Lissabon vom Europäischen Rat bestätigt worden war, das Ziel, die Beschaffung von Innovationskapital zu erleichtern. Dies soll unter anderem dadurch geschehen, dass allgemein gültige Anlageregeln für institutionelle Anleger definiert werden, ein europäisches Patentrecht beschlossen wird oder auch *Business Angels*, d.h. Beteiligungsformen an aufstrebenden, jedoch nicht an der Börse notierten Unternehmen, gefördert werden. Zum anderen wird inzwischen auch die Ende 1999 gestartete Initiative eEurope, die sich als informationstechnologische Ergänzung der Kapitalmarktintegration interpretieren lässt, auf Beschluss des Rates in Lissabon in einem Aktionsplan in Angriff genommen (vgl. Europäischer Rat 2000a). Bereits bis Ende 2002, so die Schlussfolgerungen des Europäischen Rates in Santa Maria da Feira (2000b: 4f), soll durch eine Vielzahl von Maßnahmen – unter anderem durch eine umfassende Nutzung und einen erleichterten Zugang zum Internet, Qualifizierungsprogramme, die Förderung des elektronischen Geschäftsverkehrs (E-Commerce) oder die informationstechnologische Anbindung öffentlicher Dienstleistungen und der Gesundheitsvorsorge – die digitale Kluft geschlossen und der Take-off in die wissensgestützte Informationsgesellschaft eingeleitet werden. In diesem Zusammenhang ist denn auch die nüchterne Effizienz- und Notwendigkeitsrhetorik von Mario Monti längst dem emphatischen Modernisierungsoptimismus von Frits Bolkenstein, seit 1999 für den Binnenmarkt verantwortlich, gewichen. Dieser stellte mit Blick auf die finanzmarktpolitischen Initiativen der EU und die Herausbildung einer »Informationsgesellschaft« im Frühjahr 2000 selbstbewusst fest:

»Europe is adapting to the new world. We realize we have to create a more business friendly environment to stimulate entrepreneurship, risk taking and innovation. Our fifteen Heads of Government met at a European Summit in Lisbon about a month ago. They set a clear strategic goal for the European Union for the next decade: to become ›...the most competitive and dynamic knowledge-based economy in the world ...‹. This is a bold objective. But achievable. In political terms the Lisbon Summit represents a sea-change in European thinking. We have dates and timetables when market-opening measures have to be carried out. With benchmarking to accelerate inter-Member State competition« (Bolkenstein 2000).<sup>9</sup>

9 Beim Neujahrsempfang 2002 der Deutschen Börse machte Bolkenstein noch einmal deutlich, welch zentraler Stellenwert der Finanzmarktintegration für die Zielsetzung von

Zusätzlichen Schub erhält die Finanzmarktintegration nunmehr auch dadurch, dass der regulative Entscheidungsprozess fortan auf eine neue Grundlage gestellt wird. Die EU folgt dabei den Vorschlägen einer Expertengruppe unter der Leitung Alexandre Lamfalussy (vgl. Ausschuss der Weisen 2001: 15-30), die unter der französischen Ratspräsidentschaft damit beauftragt worden war, nach Wegen zu suchen, das Rechtsetzungsverfahren zu beschleunigen. In diesem Sinne sind im Juni 2001 zwei neue Ausschüsse eingerichtet worden: ein EU-Wertpapierausschuss, der mit nationalen Vertretern auf der Stufe von hochrangigen Beamten oder Staatssekretären besetzt ist und die Kommission bei ihren Regulierungsvorschlägen berät; und ein Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden, der sich aus den Leitern der nationalen Wertpapier- oder Aufsichtsbehörden zusammensetzt und in Bezug auf die konkrete Umsetzung und Anwendung der Richtlinien oder Verordnungen mit der Kommission zusammenarbeitet. Im Rahmen eines vierstufigen Prozesses werden fortan die Kontroll- und Einflussmöglichkeiten des Ministerrates und des EU-Parlaments im Kern auf die erste Stufe, d.h. die Einigung über Grundsätze und die Festlegung der Durchführungsbefugnisse beschränkt. Die konkrete Umsetzung der so erzielten Rahmenregelung liegt dann – bei Unterrichtung des EU-Parlamentes – fast ausschließlich in den Händen der Kommission und der neu errichteten Ausschüsse. Man verspricht sich hiervon, auf die sich rasch wandelnden Finanzmarktbedingungen schneller und flexibler reagieren zu können.<sup>10</sup>

Einzelnen betrachtet mögen diese verschiedenen finanzmarktbezogenen, institutionellen und regulativen Initiativen als wenig beeindruckend erscheinen. Genauer betrachtet erinnern sie, wenn auch auf einen sehr viel enger definierten Gegenstand bezogen, doch stark an das EG-Binnenmarktprogramm der Achtzigerjahre: Ähnlich wie das von Delors und Cockfield vorgelegte Weißbuch formuliert der Aktionsplan zu Finanzdienstleistungen ein sehr konkretes Arbeitsprogramm. Wie durch die Einheitliche Europäische Akte qualifizierte Mehrheitsentscheidungen und das Prinzip der wechselseitigen Anerkennung verankert wurden, so wird heute durch die Umsetzung der Lamfalussy-Vorschläge erneut der Rechtsetzungsprozess reformiert. Wie damals die Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände, insbesondere der European Round Table of Industrialists (ERT), dem Binnenmarktprojekt Nachdruck verliehen, so drängen heute die Interessenverbände im Finanzsektor und der im März 2001 von Pehr Gyllenhammar initiierte European Round Table of Financial Services (ERF) auf eine rasche Umsetzung der anvisierten Vorhaben. Und wie damals die Cecchini-Studie die Vorteile des Binnenmarktes herausstrich, so werden heute in einem Cecchini-II-Bericht die ökonomischen Wachstumseffekte der Finanzmarktintegration betont (vgl. Financial Times, 25.2.2002: 2). Viele dieser Parallelen

---

Lissabon zukommt: »Die Vollendung bis 2005 eines in vollem Umfang integrierten europäischen Kapitalmarktes ist wohl der wichtigste Meilenstein, den es zu passieren gilt« (Bolkenstein 2002).

- 10 Nachdem die nationalen Regierungen diesem Verfahren bereits auf dem EU-Gipfel in Stockholm zugestimmt hatten, akzeptierte Anfang Februar 2002 nach längeren Diskussionen und Verhandlungen mit der Europäischen Kommission, die einige kleinere Modifikationen mit sich brachten, auch das EU-Parlament den neuen Rechtsetzungsprozess (vgl. Europäische Kommission 2002).

mögen vor allem symbolische Bedeutung haben. Sie tragen jedoch augenscheinlich mit dazu bei, dass die Schaffung eines integrierten Finanzmarktes und der Übergang in die »informationstechnologisch basierte Shareholder-Ökonomie« trotz der Einbrüche auf den Aktienmärkten weiter voranschreiten. Der fünfte Fortschrittsbericht zu Finanzdienstleistungen (vgl. Europäische Kommission 2001a) zieht mit Blick auf die Vorbereitung und Umsetzung der im Aktionsplan vorgesehenen regulativen Maßnahmen auch eine alles in allem positive Gesamtbilanz.

### 3.2. Akteure, Interessen und Motive

Ob sich die geplanten Vorhaben auch weiterhin erfolgreich umsetzen lassen, ist angesichts vielfältiger Hindernisse, den spezifischen nationalen Regeln, Organisationsstrukturen und divergierenden Interessenlagen, zwar keineswegs gewiss. Die aufgeführten Initiativen deuten jedoch darauf hin, dass sich in Bezug auf die »informationstechnologisch basierte Shareholder-Ökonomie« ein neuer übergreifender Konsens herausgebildet hat, der die noch bestehenden, zwischenstaatlichen wie gesellschaftlichen, ordnungspolitischen Differenzen bearbeitbar macht. Die vorherrschende Überzeugung besteht darin, dass die vertiefte Integration der Finanzmärkte eine *Win-Win*-Situation darstellt, von der letztlich alle profitieren, und zwar in dem Maße, in dem sich durch eine beschleunigte, finanzmarktgetriebene ökonomische Restrukturierung die Investitionsbedingungen verbessern, Innovationen stimuliert werden, das Wirtschaftswachstum angekurbelt wird und die Beschäftigung zunimmt.<sup>11</sup> Für viele Unternehmen, genauer: für die als Aktiengesellschaften an der Börse notierten, zumeist transnational operierenden Unternehmen, impliziert dies zusätzliche Kapitalquellen und eine größere Vielfalt von Finanzierungsoptionen (wie z.B. die Eigenfinanzierung durch Aktienkapital), aber auch eine stärkere Shareholder-Value-Orientierung des Managements. Gleichsam komplementär hierzu sind die beteiligten Finanzmarktakteure, Banken, Versicherungen und Pensions- und Investmentfonds (vgl. hierzu Huffs Schmid 1999: 64f) darum bemüht, durch eine organisatorische Modernisierung und Differenzierung des Finanzsektors günstige Offerten für Wertpapieranlagen unterbreiten zu können. Konkret geschieht dies unter anderem dadurch, dass die institutionellen Anleger in wachsendem Maße die angesparten privaten Vermögenswerte in den Kapitalkreislauf einspeisen und innerhalb der Großbanken die Investmentabteilungen an Bedeutung gewinnen.

11 Diese Auffassung, wonach ein integrierter Finanzmarkt die Kapitalkosten signifikant reduziert, das Wirtschaftswachstum stimuliert und den Euro stärkt, kurzum, einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit leistet, findet sich nicht nur in vielen Berichten und Mitteilungen der Europäischen Kommission, sondern auch in unzähligen Positionspapieren der organisierten Interessengruppen. In den Interviews wurde diese Sichtweise immer wieder bestätigt. Die bereits erwähnte, vom ERF in Auftrag gegebene Cecchini-II-Studie, für die vor allem das Institut für Europäische Politik (IEP) und das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) verantwortlich waren, kommt zu dem Ergebnis, dass ein integrierter Finanzmarkt das Wirtschaftswachstum um jährlich 0,5% bis 0,7% erhöhen würde (vgl. Heinemann/Jopp 2002: 2f).

In den USA und Großbritannien waren Investitionen aufgrund des Trennbankensystems bereits historisch weniger über Bankenkredite als über Wertpapiermärkte vermittelt. Den institutionellen Anlegern und Investmentbanken kam demzufolge eine weitaus größere Bedeutung zu. In Kontinentaleuropa dominieren zwar nach wie vor die Groß- und Universalbanken, seit den Achtzigerjahren ist infolge des steilen Anstiegs von Direktinvestitionen eine Expansion von Investmentgeschäften allerdings nicht mehr zu übersehen (vgl. Held et al. 1999: 201-227). Die Ursachen dafür sind vielfältig, drei Faktoren stechen jedoch besonders hervor (vgl. Hufschmid 1999: 75-79): Erstens profitierten Investmentbanken von der öffentlichen Verschuldung, indem sie die öffentlichen Anleihen ausgestaltet und vermarktet haben. Zweitens waren sie wesentlich an der Durchführung von Privatisierungsprozessen beteiligt, zunächst vor allem im Telekommunikations-, Energieversorgungs- und Verkehrssektor, zuletzt aber auch im Banken- und Versicherungswesen. Drittens schließlich sind noch die beiden Fusionswellen zu nennen, die vornehmlich über Investmentbanken vermittelt bzw. abgewickelt worden sind. Beschränkte sich die erste Welle, die bereits kurz nach dem Startschuss zum EG-Binnenmarkt einsetzte, auf den industriellen Sektor, so stehen die strategisch wichtigen Investmentabteilungen in der zweiten Fusionswelle, die ab Mitte der Neunzigerjahre den Finanzsektor betrifft, oft selbst im Zentrum von Fusionen und (feindlichen) Übernahmen.<sup>12</sup>

Doch nicht nur die Investmentbanken gewannen in den vergangenen beiden Jahrzehnten an Bedeutung, auch die institutionellen Anleger profitierten von den neuen Anlage- und Beteiligungsmöglichkeiten im Finanz- und Wertpapiersektor. Als Sammelstellen, die sehr verschiedene Kapitalformen, auch kleinere Sparbeträge bündeln, sind sie nicht im Kreditgeschäft aktiv, sondern investieren in verschiedene Vermögenswerte (Aktien, Anleihen, Derivate, Devisen), um die als Dividende, Zins, Kursgewinn oder durch Arbitragegeschäfte erzielte Rendite dann – jedenfalls zu einem großen Teil – an die Kapitalgeber weiterzuleiten. In den USA, in Großbritannien und auch in Japan wird die Bündelung von Vermögenswerten vor allem durch die Pensionsfonds organisiert. Deren Kapitalvolumen ist in den letzten Jahren geradezu explodiert (vgl. Guttman 1998: 643f). Die kontinentaleuropäischen Gesellschaften, in denen Investmentfonds vergleichsweise bedeutsamer sind, hängen diesbezüglich zumeist noch weit zurück. Doch auch hier dürften sich die Pensionsfonds perspektivisch zu einem wichtigen (Macht-)Faktor entwickeln. Hierauf verweisen vor allem zwei Indikatoren: Zum einen sorgen sozial- und steuerrechtliche Anreize dafür, dass in den meisten Ländern die kapitalgedeckten Formen der individuellen Selbstvorsorge und betrieblichen Altersversorgungssysteme gegenüber den umlagefinanzierten Systemen der Altersvorsorge an Gewicht gewinnen. Den gleichen Effekt hat zum anderen aber auch die Finanzmarktintegration. So sollen im Zuge der Liberalisierung und regulativen Angleichung die Anlage- und Ope-

---

12 So z.B. in der gescheiterten Fusion von der Deutschen und Dresdner Bank, in der keine Einigung über die Zukunft von Kleinwort Benson, der Investmentabteilung der Dresdner Bank, erzielt werden konnte.

rationsbedingungen der betrieblichen Pensionsfonds verbessert und die Schwellen für Aktien und ausländische Wertpapiere im Gesamtportfolio erhöht werden (vgl. Europäische Kommission 2000c).<sup>13</sup>

Die transnationalen Konzerne sind einer solchen Reform, genauer: der Privatisierung der Alterssicherung, alles andere als abgeneigt. Dies ist natürlich auch dadurch begründet, dass es sich bei den betrieblichen Pensionsfonds um Kapitalsammelstellen handelt, die zwar eigenständig organisiert sind, aber durch die Beiträge finanziert werden, die die Unternehmen für die Alterssicherung der Beschäftigten bereitstellen. Ein zuletzt erstellter Bericht des ERT (2000; ähnlich UNICE 2001) lässt erkennen, dass sich der industrielle Sektor bereits voll auf den Übergang in die Shareholder-Ökonomie eingestellt hat. Der europäischen Reorganisation der Pensions-Systeme kommt dabei in mehrfacher Hinsicht eine Katalysator-Rolle zu: Die transnationalen Unternehmen sehen in der (Teil-)Privatisierung nicht nur ein Mittel, um die »demographische Zeitbombe« zu entschärfen und die Abgabenlast der Unternehmen zurückzuführen. Sie betrachten die (Alters-)Ersparnisse, die dem Kapitalmarkt direkt zur Verfügung stehen, auch als eine zusätzliche Investitionsquelle, die zur Dynamisierung der europäischen Ökonomie – für Innovationen und mehr Wettbewerb – nutzbar gemacht werden kann. Darüber hinaus hoffen sie in diesem Zuge, über EU-weit agierende finanzmarktbasierte Altersversicherungen die bestehenden regulativen und fiskalischen Barrieren zu beseitigen, d.h. einen wirklich integrierten europäischen Finanzmarkt mit Hilfe eines verallgemeinerten Rentier-Interesses materiell abzusichern.

Von Seiten der politischen Akteure, der Europäischen Kommission und des Europäischen Rates, werden all diese Überlegungen, die sich in der Vision eines finanzmarktbasierten Entwicklungsmodells verdichten, das eine neue Komplementarität von Investitionen, Wirtschaftswachstum und sozialer Sicherheit verspricht, nicht nur bereitwillig aufgenommen. Mehr noch, die Europäische Kommission bildet das politische Koordinationszentrum, in vielen Punkten sogar den Motor dieses Prozesses: Erstens ist sie die zentrale Anlaufstelle, über die transnationale Interessengruppen und Experten ihre jeweiligen Anliegen und Vorstellungen in den politischen Prozess einbringen können.<sup>14</sup> Zweitens hat die Kommission mit der Einrichtung der Financial Services Policy Group (FSPG), die sich aus persönlichen Vertretern der Wirtschafts- und Finanzminister und der Europäischen Zentralbank zusammensetzt (vgl. Europäische Kommission 1999a: 2), wie auch mit dem EU-

13 Unterstützung findet die Europäische Kommission dabei vor allem auf Seiten der European Federation for Retirement Provision (EFRP 2001), die sich seit geraumer Zeit für eine möglichst liberale, auf das Prudent Person Principle gestützte europäische Pensionsfondsrichtlinie stark macht.

14 Durch den Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden wurden die Einflussmöglichkeiten der privaten Finanzmarktakteure zuletzt noch einmal deutlich erweitert. In welchem Maße dies nicht nur für die Börsen, sondern auch für andere Interessengruppen gilt, ist zwar noch ungeklärt. Von der Europäischen Kommission und einigen Interessenverbänden wurde in den Interviews jedoch die Erwartung geäußert, dass das neue Verfahren perspektivisch möglicherweise auch auf andere Bereiche, z.B. den Versicherungs- und Bankensektor, übertragen wird.



Wertpapierausschuss neue Gremien angeregt, über die nationale Repräsentanten bereits sehr früh in die konkrete Politikformulierung mit einbezogen werden. Diese Verzahnung erstreckt sich drittens schließlich auch auf das EU-Parlament, dem zwar keine neuen Gestaltungsmöglichkeiten eingeräumt werden, mit dem aber kooperative Beziehungen gepflegt werden, um dafür zu sorgen, dass der Entscheidungsprozess möglichst reibungslos erfolgt.

Dies alles kann aber nicht verhindern, dass wichtige Elemente der Finanzmarktintegration sehr umstritten und umkämpft sind. Die Kontroversen sind zumeist dann besonders ausgeprägt, wenn die Regulierungsvorhaben nicht einfach nur marktbezogen sind, sondern auch – unmittelbare – Auswirkungen auf die sozioökonomischen Produktions- und Verteilungsstrukturen haben. Verbindliche Übereinkünfte kommen noch am ehesten in Bezug auf einige allgemeine Mindestbestimmungen zustande, die z.B. die Unternehmensgründung und Niederlassung betreffen, die erforderliche Einlagensicherung, die Formen der Rechnungslegung, den Verbraucherschutz, die Aufsicht von Banken, Versicherungen und Wertpapierfirmen oder das Verbot des Insiderhandels (vgl. Lütz 1997). Was die Unternehmensorganisation anbetrifft, also sensiblere Bereiche wie Mitbestimmung, Managementkontrolle, Übernahmeverfahren und auch die Besteuerung, so fällt es weitaus schwerer, allgemein gültige europäische Standards festzulegen oder sogar eine einheitliche Rechtslage zu schaffen (vgl. Story/Walter 1997: 138-161; Gerum 1998: 90-96). Da hier historisch tradierte nationale Regelsysteme berührt sind, die nicht ohne weiteres verallgemeinert oder aufgegeben werden können, plädieren denn auch nicht wenige dafür (so z.B. Renneboog 1999: 20f; Lannoo 1999: 292f), einen *European Code of Best Practices* zu formulieren.<sup>15</sup> Dieser definiert gewissermaßen den Spielraum, innerhalb dessen sich dann auf der Grundlage eines möglichst weitgehend liberalisierten Kapitalverkehrs und des neuen Shareholder-Aktivismus ein allmählicher, wettbewerbsinduzierter Konvergenzprozess vollziehen kann.

### 3.3. Shareholder-Ökonomie und Corporate Governance

Auch die neuesten Regulierungsinitiativen wirken letztlich darauf hin, dass sich die Konkurrenz zwischen den nationalen Regimen der *Corporate Governance* verschärft. In diesem Wettbewerb werden jene Regime die besten Voraussetzungen haben, die den Anforderungen und Kriterien der Großbanken, institutionellen Anleger sowie Investmentbanken und Rating Agenturen am ehesten entsprechen (vgl. hierzu Harmes 1998; Sinclair 1994). Die wachsende Bedeutung eines performanceorientierten Portfoliomanagements wirkt strukturell darauf hin, die in manchen Län-

15 Neben den inzwischen über dreißig, relativ ähnlich formulierten nationalen *Corporate Governance*-Leitfäden gibt es nun auch einen von der European Association of Securities Dealers (EASD) in Abstimmung mit dem *European Corporate Governance Network* ausgearbeiteten pan-europäischen Code von Prinzipien und Empfehlungen. Dieser hebt hervor, was in abgeschwächter Form auch für viele andere Codes gelten dürfte: »It is not necessarily the letter of the recommendations that counts but their spirit« (EASD 2000: 12).

dern sehr engen Beziehungen zwischen den Banken und der Industrie aufzulockern (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998). In den Gesellschaften mit bank-basierten Insider-Systemen mehrten sich zudem die Stimmen, alte Zöpfe abzuschneiden, z.B. den starken Bankeneinfluss und Überkreuzbeteiligungen, aber auch eine effektive Unternehmensmitbestimmung, und einzelne Elemente des kapitalmarkt-basierten Outsider-Systems zu adaptieren. Um den Anforderungen der institutionellen Anleger nach einer transparenten, effizienten und stärker durch Aktienbesitzer kontrollierten Unternehmensorganisation nachzukommen, bemühen sich die nationalen Regierungen intensiv darum, einen regulativen Rahmen zu schaffen, der investitions- und innovationsfreundlich ist, vor allem aber hohe Dividenden abwirft und steigende Aktienkurse erwarten lässt. Gemäß der OECD (1998) ist allen guten *Corporate-Governance*-Systemen gemeinsam, dass die Interessen der Aktionäre bevorzugt behandelt werden und die Unternehmensleitungen über den umsichtigen und effektiven Einsatz der investierten Mittel hinreichend informieren.

### 3.3.1. *Corporate Governance in der Europäischen Union*

In der EU sind die Voraussetzungen für ein am Shareholder-Value orientiertes *Corporate-Governance*-System recht unterschiedlich. Großbritannien dürfte dem Ideal, das von den internationalen Finanzmarktakteuren präferiert wird, wohl am ehesten entsprechen. Aufgrund der historischen Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken, haben sich hier – ähnlich wie in den USA – schon recht früh mit den Investmentbanken, Investmentfonds und Pensionsfonds jene Akteure entwickelt, die über ihre Analysten und Rating-Agenturen die Unternehmen zum einen überwachen, zum anderen aber auch von der expansiven Dynamik des kapitalmarktfinanzierten Investitionszyklus am meisten profitieren. Nicht umsonst ist Großbritannien das Land, das in den Achtziger- und Neunzigerjahren die meisten Direkt- und Portfolioinvestitionen auf sich lenken konnte. Dies spiegelt sich in der Zahl der an der Börse notierten Unternehmen, in deren Marktkapitalisierung und auch in der Streuung des Aktienbesitzes (vgl. Lannoo 1999: 274-278). Begünstigt wird daher eine Unternehmensstrategie, die im Sinne der dominierenden institutionellen und privaten Anleger insgesamt auf eine kurzfristige Profitrealisierung und weniger auf das langfristige »produktive Design« des Unternehmens abzielt (vgl. Egan 1997: 13-16).<sup>16</sup> Auch der Staat unterstützt diese Entwicklung. Großbritannien ist eines der wenigen europäischen Länder,

16 Um Missverständnisse zu vermeiden: Die Kurzfristorientierung der betrieblichen Reorganisation ergibt sich nicht unmittelbar aus dem Konzept des Shareholder-Values. Dieses berücksichtigt – auch im Sinne der institutionellen Anleger – prinzipiell auch langfristige Unternehmensaktivitäten. Der Druck zu kurzfristigen Reaktionen ergibt sich vor allem aus den strukturellen Bedingungen der Kapitalmärkte, insbesondere aus den spezifischen Formen der Konkurrenz (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998: 219f). Diese wird zum einen durch die Investmentbanken angetrieben, die permanent auf der Suche nach neuen Betätigungsfeldern – Fusionen und feindlichen Übernahmen – sind, zum anderen aber auch durch die institutionellen Anleger, die auf günstige kurzfristige Renditeerwartungen angewiesen sind, wenn sie in der Konkurrenz um das Vermögen der Kleinanleger mithalten wollen.

in dem Aktiengewinne aus langfristigen Anlagen von der Steuer nicht befreit sind. Darüber hinaus ermöglicht die Eigentümerstruktur relativ »direkte« Sanktionierungsmöglichkeiten für die Aktionäre. Kommt es aus ihrer Sicht zu Fehlentwicklungen, ist es aufgrund der Aktienstreuung und der zentralen Rolle des Shareholder-Values nicht unwahrscheinlich, dass im Zuge einer feindlichen Übernahme das Management ausgetauscht wird. Die hierdurch erzeugte strukturelle Interessenkongruenz zwischen Aktionären und Management wird noch dadurch gestärkt, dass die Manager häufig mit Aktienanrechten des Unternehmens teilvergütet werden.

In den Neunzigerjahren wurde, auch als Folge spektakulärer Unternehmenszusammenbrüche (Barings), in zahlreichen Berichten angemahnt, die Kontrolle des Managements zu verbessern (vgl. Donnelly 2000: 180-183). Das Cadbury-Komitee von 1992 und der Greenbury-Bericht von 1995 forderten für das eingliedrige *Board*-System in Großbritannien eine klare Aufteilung der Verantwortlichkeiten in ausführende und nicht-ausführende Direktoriumsmitglieder (NED), einen Code für die Bezahlung des Managements sowie ausgedehnte Informationsrechte für die Aktionäre und regelmäßige Abstimmungsmöglichkeiten über den Vorstand. Zudem verpflichtete die Londoner Börse die notierten Unternehmen offen zu legen, ob sie die Empfehlungen des Hampel-Berichts von 1998, der unter anderem die Überlegungen zur Kontrolle der Unternehmen sowie zur Unabhängigkeit der Rechnungsprüfer präziserte, als Handlungsgrundlage akzeptieren. Eine weitergehende Sanktionierung war jedoch nicht vorgesehen (vgl. Lannoo 1999: 283; Donnelly 2000: 180f).

Die französische Aktiengesellschaft verfügt mit dem *Conseil d'administration* zwar auch über ein eingliedriges *Board*-System<sup>17</sup>, ansonsten unterscheiden sich die Strukturen der *Corporate Governance* jedoch ganz erheblich. Während das britische Modell die marktwirtschaftliche Kontrolle betont, weist das französische System aufgrund seiner Aktienstruktur und verschiedener prozeduraler Maßnahmen eine Reihe von Möglichkeiten auf, die Unternehmenskontrolle durch den Markt zu beschränken. Die Konzentration des Aktienkapitals ist in der Regel hoch, und der Anteil, über den der jeweils größte Besitzer eines börsennotierten Unternehmens verfügt, liegt bei durchschnittlich 56% (vgl. Bloch/Kremp 1997: 24). Darüber hinaus ist die Aktienstruktur durch vielfältige Überkreuzbeteiligungen zwischen den wichtigsten Unternehmen bzw. zwischen Unternehmen und Banken geprägt. Den Kern dieser Verflechtung bilden gegenseitig »geparkte« Aktienpakete. Dieses System der »harten Kerne« (*noyaux durs*) entstand als Reaktion auf die Privatisierungswellen 1986 und 1988. Trotz des Rückzugs des Staates sollte die französische Wirtschaft durch einen »protective capitalism« (vgl. Schmidt 1996) weiterhin vor aggressiven äußeren Eingriffen geschützt werden. Die relativ begrenzte Anzahl an Investoren begünstigte eine kontinuierliche Verbreiterung der Geschäftsbasis der Unternehmen (vgl. Morin 2000: 38). Die so entstandenen Mischkonzerne widersprechen jedoch den Transparenz-Kriterien des Shareholder-Value-Prinzips. Dieses präferiert schnelle Entscheidungswege und eine schlanke Unternehmensorganisa-

17 Optional können französische Unternehmen auch das Vorstands-Aufsichtsrat-Modell einführen. In der Praxis spielt es jedoch nur eine geringe Rolle.

tion und verlangt damit von den Unternehmen, sich ganz auf das Kerngeschäft zu konzentrieren.

Die französische »Netzwerkökonomie« etablierte ein System der Insider-Kontrolle, das die relativ autonome Position der Verwaltungsräte und insbesondere des PDG (Président Directeur Général) stärkt und sie dem Einfluss der Aktienbesitzer entzieht. Gleichzeitig gibt es dem Management Sicherheit, den firmeninternen Restrukturierungsprozess langfristig voranzutreiben, ohne kurzfristig auf die Forderungen und Erwartungen der privaten oder institutionellen Anleger eingehen zu müssen. Das französische System weist ferner die Möglichkeit auf, über eine Differenzierung der Beteiligungsrechte, d.h. in erster Linie der Stimmrechte, den Einfluss des Marktes zu beschränken. So kann z.B. »geduligen« Aktionären (Aktienbesitz von mindestens vier Jahren) ein doppeltes Stimmrecht zugesprochen werden, das im Falle des Verkaufs der Aktien erlischt (vgl. Bloch/Kremp 1997; Germain/Magnier 1999: 370f). Trotz der Privatisierungsanstrengungen ist der französische Unternehmensstil, der häufig mit dem Begriff der *administration industrielle* charakterisiert wird, weiterhin durch die – für Frankreich in vielen gesellschaftlichen Bereichen typische – relativ homogene Rekrutierungsbasis ökonomischer und politischer Eliten geprägt. Viele PDGs verdienten ihre Meriten in Spitzenpositionen des staatlichen Verwaltungssystems, bevor sie die Leitung eines großen Unternehmens übernahmen.

Auch in Deutschland unterscheiden sich die bisherigen Leitlinien der *Corporate Governance*, die eine Insiderkontrolle favorisieren, deutlich von den externen Kontrollprinzipien der angloamerikanischen Länder. Das deutsche Modell ist durch einen »produktivistischen Ethos« (Egan 1997: 6), eine ausgeprägte Unternehmensverflechtung, enge Beziehungen zu den Universalbanken (»Bankenkapitalismus«) sowie durch eine korporatistische Unternehmensverfassung gekennzeichnet (vgl. Jürgens et al. 2000), die die verschiedenen *Stakeholder* eines Unternehmens zumindest berücksichtigt – wenn auch mit stark unterschiedlichen Einflussmöglichkeiten. Als typisches Moment des deutschen Modells gilt insbesondere der weitreichende Einfluss der Kreditinstitute (Hausbanken) auf die Unternehmensstrategien. Im Gegensatz zu Großbritannien werden in Deutschland Investitionen kaum über die Kapitalmärkte, sondern in erster Linie über Bankkredite finanziert. Neben anderen Nicht-Finanz-Unternehmen, deren Anteil am Aktienkapital sich von 39,4% (1991) auf 29,3% (1999) reduziert hat, sind vor allem die Banken eine der wichtigsten Aktionärsgruppen (1999: 13,5%) (vgl. Höpner/Jackson 2001: 6). Institutionelle oder private Anleger spielen zwar eine zunehmend wichtigere, im internationalen Vergleich jedoch eher nachgeordnete Rolle. Durch die strategische Zusammenarbeit mit einer Hausbank verfügt das Unternehmen über eine finanzielle Infrastruktur, auf die es bei langfristigen Investitionsentscheidungen zurückgreifen kann, die aber auch eine relative Bestandsgarantie bei finanziellen Krisen gewährleistet. Die Bank wiederum hat vielfältige Möglichkeiten, die Strategie des Unternehmens zu beeinflussen: Neben den direkten Unternehmensbeteiligungen kann sie – auf der Grundlage einer Vollmacht – in der Hauptversammlung auch stellvertretend für ihre Kunden stimmen. Die Insiderposition der Banken wird schließlich noch durch ihren direkten Einfluss innerhalb der Kontrollstruktur der Unternehmen verstärkt. Entgegen dem in Europa dominie-

renden Vereinigungsmodell ist in Deutschland das Trennmodell für Aktiengesellschaften vorgeschrieben, d.h. die Planungs- und Realisierungsaufgaben (Vorstand) sind von den Aufgaben der Unternehmenskontrolle (Aufsichtsrat) institutionell und personell strikt getrennt. Es ist üblich, dass die Hausbank einen Sitz im Aufsichtsrat erhält. Durch die Beteiligungen an unterschiedlichen Aufsichtsräten können die Banken kooperative Beziehungen zwischen den Unternehmen fördern (Donnelly 2000: 174). Neben den Repräsentanten anderer Unternehmen und der Banken sind auch die Arbeitnehmer mit einem Drittel bis zur Hälfte der Sitze im Aufsichtsrat vertreten. Das Management steht damit auch unter der Kontrolle jener *Stakeholder*, die mit der Entwicklung des Unternehmens eher ein langfristiges Interesse verbinden.

Im produktionsorientierten deutschen Modell blieben auch aus diesem Grund Übernahmeschlachten, wie sie die USA in den Achtzigerjahren erlebten, bislang aus (vgl. Lazonick/O'Sullivan 2000: 18). Feindliche Übernahmen waren nicht erwünscht, und der Markt für Unternehmenskontrolle bildete sich folglich nur schwach aus. Ähnlich wie in Frankreich gibt es auch in Deutschland Aktien ohne Stimmrechte, die es dem Unternehmen ermöglichen, die Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik zu kanalisieren. Zudem fehlten bisher die eigentlichen Übernahme-Ziele, d.h. börsennotierte mittelständische Unternehmen mit einer diversifizierten Eigentümerstruktur. Die harschen Reaktionen in Presse und Politik auf die feindliche Übernahme des Mannesmann-Konzerns durch die englische Vodafone zeigten (vgl. Nölting 2000: 223-231; Höpner/Jackson 2001), dass im kontinentaleuropäischen Kapitalismus die aggressive Unternehmenskontrolle durch den Markt noch nicht zum gewohnten Bild gehört.

### 3.3.2. Von der Divergenz zur Konvergenz?

Die nach wie vor bestehende Vielfalt der europäischen *Corporate-Governance*-Systeme zeigt, dass trotz der ökonomischen Integration zwischen den Kapitalismusmodellen wichtige Unterschiede vor allem im Bereich der sozialen Sicherung, des Arbeits- und Tarifrechts und der Mitbestimmung fortbestehen und sich die historischen, institutionellen und kulturellen Pfadabhängigkeiten keineswegs gänzlich abgeschliffen haben. Nun scheinen jedoch die produktions- und netzwerkorientierten, politisch koordinierten Marktwirtschaften gegenüber den finanzmarktbestimmten Systemen zunehmend unter Anpassungs- und Konvergenzdruck zu geraten (vgl. Rhodes/van Apeldoorn 1999). Darauf lassen die jüngeren Entwicklungen und Diskussionen über die *Corporate Governance* sowohl in den Kernländern des rheinischen Kapitalismus als auch in den transnationalen Koordinationsforen schließen. Die Vorstellungen, die wichtige internationale Organisationen (IWF, Weltbank, OECD) von den *best practices* der *Corporate Governance* haben, sind wesentlich (finanz-)marktbestimmt und privilegieren die Eigentümerinteressen. Neben Vereinbarungen zur Kontrollstruktur (Stimmrechte und Organisation des *Boards*) umfassen die Codes Leitlinien zur Gewinnausschüttung sowie zur besseren (europaweiten) Vergleichbarkeit von Unternehmensergebnissen. Das übergeordnete Ziel dieser

Vorstöße besteht darin, die strategische und organisatorische Ausrichtung der Unternehmen stärker als bisher an die Renditekriterien der Kapitalmärkte rückzubinden und die relative Autonomie des Managements (aber auch anderer *Stakeholder*) einzuschränken, um damit den Shareholder-Value als grundlegendes Prinzip unternehmerischer Entscheidungen zu verankern.

Die »Shareholder-Aktivitäten« sollen insbesondere durch Stimmrechtsreformen und eine bessere Transparenz der Managemententscheidungen gestärkt werden. Neben der Rückkehr zum Prinzip »eine Aktie, eine Stimme« und der Aufhebung aller Sonderwahlrechte (Mehrfachwahl, Aktien ohne Stimmrecht), die als Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen eingerichtet wurden, finden sich unter dem Stichwort *disclosure* auch Vorschläge zur besseren Information der Aktionäre. Darunter fallen regelmäßige (vierteljährliche) Ergebnispräsentationen, das Recht auf sofortige Information bei wichtigen Entscheidungen, die Möglichkeit der Aktionäre, unabhängige Rechnungsprüfer zu bestellen, sowie die Einführung internationaler Bilanzierungsstandards, um die Unternehmensentwicklung auch im internationalen Maßstab besser vergleichen zu können. Die in vielen *Boards* nicht gewährleistete personelle Trennung exekutiver und kontrollierender Aufgaben soll verpflichtend werden. Darüber hinaus soll der prospektive Charakter des Geschäftsberichts gestärkt werden, um die zu erwartende Renditeentwicklung für den Aktionär transparent zu machen. Auch die Kontrolle der Management-Gehälter durch ein von den Aktionären gewähltes Komitee bzw. eine an die Kursentwicklung der Aktie gekoppelte Vergütung, z.B. über Optionsrechte, dienen dazu, die Managementinteressen stärker mit den Interessen der Aktionäre zu verzahnen. Die Überlegungen, die hierzu auf der europäischen Ebene angestellt werden, weisen grundsätzlich in die gleiche Richtung. Eine substanzielle Vereinbarung über eine einheitliche und verbindliche Regulation der *Corporate-Governance*-Systeme ist aufgrund der gewachsenen länderspezifischen Strukturen zwar nach wie vor schwierig; gleichwohl haben sich die Formen der *Corporate Governance* – sowohl was die Gesetzgebung als auch die betriebliche Praxis anbetrifft – infolge der Finanzmarktliberalisierung bereits erheblich verändert.

Aufgrund der verschiedenen »Einfallstore« der Shareholder-Value-Prinzipien verläuft die Anpassung der *Corporate-Governance*-Systeme von Land zu Land unterschiedlich. In Frankreich ging der primäre Impuls zur Transformation von den Finanzmärkten aus. Die Öffnung des Aktienmarktes für ausländisches Kapital und der Mangel an französischen Anlegern führten dazu, dass mittlerweile über 35% der Aktien im Besitz ausländischer Investoren sind, darunter ein großer Anteil britischer und US-amerikanischer institutioneller Anleger (vgl. Morin 2000: 41-45). Über deren wachsenden Einfluss brach sich das marktbestimmte Konzept des Shareholder-Values allmählich Bahn. Gleichzeitig wurde die *Corporate-Governance*-Diskussion durch mehrere Berichte auch von Seiten der französischen Politik und Wirtschaft vorangetrieben. Die beiden Berichte des Arbeitgeberverbandes, Viénot I (1995) und II (1999), konzentrieren sich in erster Linie auf die unabhängige Rechnungsprüfung der Unternehmen, auf die Begrenzung kumulativer Mandate in den Verwaltungsräten sowie auf die Bezahlung der Manager. Die Empfehlungen bilden jedoch keinen ver-

bindlichen Code und ließen insbesondere die starke Position des PDG unberührt (vgl. Lannoo 1999: 284). Die Kommission des französischen Senats schlug im Marini-Bericht von 1996 vor, auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen zu ändern, die Organisationsform des *Boards* offen zu halten, PDG und Vorsitz des *Boards* aber personell zu trennen. 1995 übernahm die französische Börse außerdem den von der deutschen Börse ausgearbeiteten »Takeover-Code«. Entscheidend für die Veränderung der *Corporate Governance* in Frankreich wird auch der Ausgang der lebhaften Debatte über die Pensionsfonds sein. Trotz der anfänglichen Beteuerungen der Linksregierung gilt es als wahrscheinlich, dass vor dem Hintergrund der Transformation des Sozialversicherungssystems Pensionsfonds begrenzt zugelassen werden. Gleichzeitig soll damit die geringe Anzahl französischer Investoren erhöht werden.

In Deutschland stand anders als in Frankreich zunächst der industrielle Sektor im Mittelpunkt. Im Anschluss an die ökonomische Krise Anfang der Neunzigerjahre waren es die großen Industriekonzerne, die sich am Prinzip des Shareholder-Values orientierten, um die internationale Konkurrenzfähigkeit zu sichern. Die privaten Großbanken unterstützten diesen Prozess. Zum einen verlagerten sie durch den Aufkauf britischer und amerikanischer Investmentbanken teilweise ihre Geschäftsbasis, zum anderen zeigten sie sich in den vergangenen Jahren weniger daran interessiert, die Unternehmen direkt zu kontrollieren, und reduzierten daher ihre Beteiligungen oder lösten sie auf (vgl. Schröder 1996: 367). Dies ist nicht nur der Entwicklung geschuldet, dass die Renditen im Investment-Banking höher lagen, sondern auch einer Gesetzgebung, die zur Entflechtung des Netzwerk-Kapitalismus beitrug (vgl. Sablowski/Rupp 2001: 61-65). Dazu zählen schärfere Gesetze gegen Insiderhandel, die Begrenzung der Vorstandsmandate, die einzelne Bankrepräsentanten innehaben dürfen, und die Auflage für Aufsichtsratsmitglieder, andere Vorstands- oder Aufsichtsrats Tätigkeiten offen zu legen. Als Folge einer Reihe von gravierenden Liquiditätsproblemen und Zusammenbrüchen großer Unternehmen (Metallgesellschaft,<sup>18</sup> Schneider Immobilien), bei denen insbesondere die Kontrolle durch die Banken versagte, wurden 1998 Vorschriften zur unabhängigen Rechnungsprüfung der Unternehmen, zur Häufigkeit der Aufsichtsratssitzungen und zur Ausdehnung der Aktionärsrechte erlassen. Darüber hinaus ermuntert die jüngst von der Bundesregierung beschlossene Steuerbefreiung für Beteiligungsveräußerungen die Banken und Großunternehmen, sich von einem Teil ihrer Aktienpakete zu trennen. Dies forciert die Entflechtung von Eigentümerstrukturen und einen relativ breit gestreuten Aktienbesitz, beides charakteristische Merkmale des angloamerikanischen Kapitalismus.

»In sum, Germany is in the process of switching to an economy with greater participation by outside shareholders, while strengthening the public interest mechanisms within the firm that regulate the relationship between directors and shareholders. The legislative measures require a divorce from old patterns of shareholding and share trading that have been viewed in Germany as part of the public interest since 1870« (Donnelly 2000: 175).

18 Die Zahlungsunfähigkeit der Frankfurter Metallgesellschaft wurde durch Milliardenverluste im Handel mit Ölderivaten ausgelöst. Nur durch einen Abbau der Belegschaft und einen 2,5-Milliarden-Dollar-Kredit der Dresdner Bank und der Deutschen Bank konnte das Unternehmen gerettet werden.

Trotz des klaren Anpassungskurses in den kontinentaleuropäischen Ländern ist es wenig wahrscheinlich, dass das deutsche oder französische System schon bald vollständig die angloamerikanischen Prinzipien übernehmen wird. Vielmehr ist zu erwarten, dass mehr Marktelemente eingebaut werden und Mischsysteme entstehen. Für Deutschland könnte dies bedeuten, dass die Transformation der *Corporate Governance* in erster Linie für Global Players gilt und weniger für den Mittelstand, für den enge Bankbeziehungen und ein konzentrierter Aktienbesitz nach wie vor bestimmend bleiben. Gerade bei den deutschen Großkonzernen stellt sich jedoch die Frage, wie sich ein primär marktorientiertes *Corporate-Governance*-System mit der deutschen Unternehmenskultur, vor allem mit der Mitbestimmung im Betrieb und im Aufsichtsrat verträgt.

### 3.3.3. *Corporate Governance und die Arbeitsbeziehungen im Betrieb*

Der Einfluss des Shareholder-Value-Konzepts und marktorientierter Formen der *Corporate Governance* schlägt sich letztlich auch in der Arbeitsorganisation der Unternehmen bzw. in den industriellen Beziehungen nieder (vgl. Schumann 1998). In dem Maße, wie sich die Strategien der Unternehmen immer stärker an Aktienkursen, Renditeerwartungen und Dividenden orientieren, werden die Interessen der abhängig Beschäftigten (stabile Beschäftigungsverhältnisse, Arbeitsschutz, Mitbestimmung) in den Hintergrund gedrängt. Die propagierte Konzentration auf das Kerngeschäft und der wiederholte Kauf und Verkauf ganzer Unternehmen bzw. Unternehmensteile führen zu Restrukturierungsprozessen, die oft mit Massenentlassungen verbunden sind. Die Ankündigung von Unternehmen, massiv Arbeitsplätze abzubauen, wird an der Börse in der Regel mit Kursgewinnen belohnt. Der rasante Anstieg prekärer Beschäftigungsverhältnisse reflektiert nicht zuletzt das Bestreben, unter der Ägide des schnelllebigen Kapitalmarkts die betrieblichen Verwertungsbedingungen kurzfristig zu verbessern und durch flexible Beschäftigungsformen den »Kostenfaktor« Personal möglichst gering zu halten (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998: 207f). Dem Kostenargument fallen in wachsendem Maße auch die – gerade für das deutsche System charakteristischen – Investitionen in die Produktionsintelligenz eines Unternehmens zum Opfer. So wurden z.B. vor dem Hintergrund der Arbeitsmarktkrise in den vergangenen Jahren gerade in den Großunternehmen Ausbildungsplätze abgebaut, betriebliche Ausbildungsstätten teilweise ganz geschlossen bzw. ausgelagert und Weiterbildungsmaßnahmen eingeschränkt.

Ob sich all diese Entwicklungen bereits zu einem Pfadwechsel in der Produktions- und Arbeitsorganisation verdichten und die Formen der Arbeitnehmerbeteiligung und Mitbestimmung dem Shareholder-Value zum Opfer fallen, ist bislang allerdings noch umstritten. Auf der einen Seite mehren sich die Untersuchungen, die im wachsenden Gewicht der Aktionärsinteressen und den damit einhergehenden marktinduzierten Rationalisierungsmustern die zentrale Triebkraft einer arbeitspolitischen Regression sehen:

»Die neue Rationalisierungspolitik kontrastiert mit dem Geist der innovativen Arbeitspolitik: Eigeninitiative, Partizipation, Verantwortlichkeit und diskursive Zielsetzung



werden obsolet, Produktivitätszugewinn wird über die Wiedereinführung von Hierarchie, Kontrolle und Exklusion gesucht. Das heißt, Rationalisierung polarisiert erneut, schafft Widerstände und provoziert Rückzüge« (Schumann 1998: 25).

Auf der anderen Seite, gibt es jedoch ebenso Analysen, die ungeachtet der zunehmend wertbasierten Steuerungstechniken noch immer sehr unterschiedliche Managementstrategien und arbeitspolitische Konzeptionen beobachten. Auch langfristig und qualitativ ausgerichtete, produktivitätsbasierte Unternehmensstrategien gehören nicht automatisch der Vergangenheit an. In sehr vielen Fällen ist allerdings zu beobachten, dass die Qualität der Arbeitnehmerbeteiligung zum Teil erheblich beeinträchtigt, d.h. marktabhängiger und prekärer wird (vgl. Dörre 2001). Die tradierten Praktiken und Kooperationsformen können sich unter dem Druck von Shareholder-Value-Orientierung und intensiver Standortkonkurrenz mitunter zwar durchaus reproduzieren, die ausgehandelten betrieblichen Kompromisse werden jedoch asymmetrischer, selektiver und fragiler (vgl. Mueller 1996). Dies gilt inzwischen selbst für Unternehmen mit einem hohen gewerkschaftlichen Organisationsgrad und einer starken Interessenvertretung. Auch in diesen fällt es zunehmend schwerer, stabile betriebliche Modernisierungsbündnisse zu formen, die sich den kurzfristig orientierten, anonymen Shareholder-Interessen entziehen und langfristige Prozessinnovationen ermöglichen.

In vielen kontinentaleuropäischen Ländern, insbesondere in Deutschland, ist ein hochproduktiver, qualitativ definierter Modernisierungspfad durch gesetzlich geregelte oder ausgehandelte Mitbestimmungs- und Beteiligungsformen abgestützt worden. Im Zuge des entstehenden Marktes der Unternehmenskontrolle werden die garantierten Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmer jedoch zunehmend in Frage gestellt. Kritiker machen das Mitbestimmungsmodell, vor allem die Mitbestimmung im Aufsichtsrat, dafür verantwortlich, dass die Vorstände nur mangelhaft kontrolliert werden: So würden viele Unternehmen zwar versuchen, die Mitbestimmung zu umgehen und den Gewerkschaften möglichst wenig Informationen zukommen zu lassen. Oft würden zugleich jedoch auch die Kontrollmöglichkeiten des Aufsichtsrats auf das gesetzliche Minimum reduziert. Zudem neigten in dieser Konstellation die Aktionäre und nicht-gewerkschaftliche Aufsichtsratsmitglieder dazu, den Vorstand nicht scharf genug zu kritisieren, da sie in ihm einen »natürlichen« Verbündeten gegen die Gewerkschaften sehen. »Thus there is reason to believe that co-determination has weakened the effectiveness of corporate control by the supervisory board« (Schröder 1996: 360). Im Umkehrschluss wird dann gefordert, den Einfluss der Gewerkschaften einzudämmen und die Effizienz der personell überdimensionierten Aufsichtsräte dadurch zu erhöhen, dass spezielle Aufgaben (z.B. Rechnungsprüfung) in Komitees ausgelagert werden, in denen die Arbeitnehmermitbestimmung nicht mehr garantiert ist. Die europäischen Vereinbarungen wirken solchen Bestrebungen kaum entgegen. Das von der Kommission lange favorisierte deutsche Modell der Unternehmensmitbestimmung stieß insbesondere in England auf Widerstand; und der sehr viel bescheidenere, von der Davignon-Gruppe ausgearbeitete Kompromissvorschlag (vgl. Europäische Kommission 1997) scheiterte dann am Widerstand Spaniens. Das Statut der Europäischen Aktiengesell-

schaft, wie es im Anschluss an den Gipfel in Nizza nun konkret ausgehandelt wird, eröffnet über eine Auffangregelung zwar die Möglichkeit einiger Informations- und Konsultationsrechte, eine umfassende und effektive Mitbestimmung dürfte sich auf diesem Wege jedoch nicht verallgemeinern (vgl. Cattero 2001).

### 3.4. Gewerkschaften und kooperative Wettbewerbsmodernisierung

Mit dem Übergang in die »informationstechnologisch basierte Shareholder-Ökonomie« verändern sich nicht nur die nationalen *Corporate-Governance*-Systeme, sondern auch die Optionen und Gestaltungsspielräume der abhängig Beschäftigten und Gewerkschaften. Letzte wenden sich nicht grundsätzlich gegen die europäischen Initiativen der Finanzmarktintegration, versuchen aber durch die Verankerung von Arbeitnehmerrechten, z.B. im Statut der Europäischen Aktiengesellschaft, in der Übernahme-Richtlinie oder in der Definition der Rechnungslegung, in diesen Prozess einige soziale Komponenten einzubringen. Auf den ersten Blick scheinen die Gewerkschaften damit auch weiterhin am Modus einer kooperativen Wettbewerbsmodernisierung festzuhalten.<sup>19</sup> Hierauf verweisen zumindest die allgemeinen makroökonomischen, arbeits- und sozialpolitischen sowie politisch-partizipativen Grundorientierungen, die für den integrierten Finanzmarkt indirekt durchaus von Bedeutung sind:

(1) Dies zeigt sich erstens in der makroökonomischen Konzeption eines neuen *Policy-Mixes*,<sup>20</sup> mit dem die WWU wirtschaftspolitisch abgesichert werden soll. Stützte sich die Abstimmung der Geld-, Finanz- und Lohnpolitik, d.h. die Festlegung der »Grundzüge der Wirtschaftspolitik« zunächst nur auf den im EU-Vertrag verankerten – in erster Linie intergouvernementalen – Koordinations-Mechanismus, so werden seit dem Kölner Gipfel im Juni 1999 die Sozialpartner nun auch formell in einen makroökonomischen Dialog einbezogen. Wenngleich diesen Gesprächen jede Verhandlungsgrundlage fehlt, sind sie nicht belanglos. In ihnen geht es sehr grundsätzlich darum, den koordinierenden Diskurs im Bereich der Markt- und Währungsintegration zu erweitern und dadurch ein Klima zu schaffen, in dem bei den

19 Dieser Modus impliziert eine institutionelle Aufwertung, aber nicht unbedingt ein größeres politisches Gewicht der Gewerkschaften. Dass sich die Gewerkschaften auf Formen einer kooperativen Einbindung eingelassen haben, ist vor allem den spezifischen Bedingungen der 90er Jahre, d.h. der Massenerwerbslosigkeit und den Mitgliederverlusten, den Konvergenzkriterien der WWU wie auch der partiellen Ausweitung der sozialen Dimension der EU (Sozialprotokoll, Sozialer Dialog und Beschäftigungspolitik) geschuldet (vgl. hierzu Bieling 2001).

20 Die zentralen Elemente dieses *Policy-Mixes* ergeben sich bereits aus den Vertragsbestimmungen (Art. 98-115). Neben den Konvergenzkriterien und dem Stabilitätspakt, über die für die nationalen Regierungen der haushalts- und finanzpolitische Rahmen abgesteckt wird, hat für die Europäische Zentralbank (EZB) das Ziel der Geldwertstabilität unverkennbar Priorität. Die Lohnpolitik wird im Vertrag zwar nicht explizit erwähnt, bleibt formell also der Autonomie der Sozialpartner überlassen, in den »Grundzügen der Wirtschaftspolitik« wird jedoch – mit Verweis auf die Bedingungen der regionalen und nationalen Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit sowie einer drohenden Inflationsgefahr – stets die Notwendigkeit moderater und flexibler Tarifabschlüsse thematisiert.

Gewerkschaften die Bereitschaft wächst, arbeitsmarkt- und sozialpolitische Flexibilisierungsmaßnahmen mitzutragen und eine Politik der Lohnzurückhaltung zu praktizieren. Eine moderate Tarifpolitik soll dabei konjunkturell bedrohlichen Effekten vorbeugen, d.h. einer lohninduzierten Inflation, einer nachfolgenden Erhöhung der Zinssätze und sich daraus ergebenden problematischen Konsequenzen für Aktienkurse, Investitionen und Beschäftigung. Eine solche Orientierung korrespondiert durchaus mit den in vielen Ländern errichteten wettbewerbskorporatistischen Arrangements (vgl. Rhodes 1998). Mehr noch: Die »sozialen Pakte« repräsentieren offenbar ein tarifpolitisches Äquivalent zur stark dezentralisierten Verhandlungsstruktur in den USA. Während dort eine lohninduzierte Inflationsgefahr aufgrund organisatorisch und politisch schwacher Gewerkschaften nahezu ausgeschlossen ist, tragen in der EU die makroökonomischen Kommunikations- und Koordinationsprozesse mit dazu bei, dass die Gewerkschaften ihre Tarifpolitik den übergeordneten Zielen der Geldwertstabilität und einer angebotsorientierten Investitions- und Beschäftigungsförderung unterordnen (vgl. hierzu Teague 1999a, 1999b).

(2) Über die makroökonomischen und tarifpolitischen Fragen hinaus ist die Einbeziehung der Gewerkschaften zweitens auch in Bezug auf die arbeits- und sozialpolitischen Reformprozesse von Bedeutung (vgl. Hassel 1998). Im Zentrum der Reformen stehen dabei die Arbeitsmärkte und sozialen Sicherungssysteme, nicht zuletzt die Formen der Alterssicherung. Der hierbei eingeschlagene Pfad der »kooperativen Deregulierung« vollzieht sich natürlich innerhalb der spezifischen nationalen Regime. Die europäische Ebene ist jedoch zumindest indirekt involviert: Zum einen versuchen die Europäische Kommission, der Europäische Rat und der Ministerrat über die offene Methode der Koordinierung, d.h. durch Leitlinien, nationale Aktionspläne und Benchmarking-Verfahren, die nationalen Reformprozesse konzeptionell einzurahmen und aufeinander abzustimmen (vgl. Hodson/Maher 2001). Zum anderen erhöht sich für die nationalen Regulierungssysteme der Modernisierungs- und Anpassungsdruck durch die Integration der Kapital- und Dienstleistungsmärkte, d.h. die Entstehung wirklich europäischer Aktien- und Wertpapiermärkte, und die informationstechnologische Vernetzung. Welche konkreten regulativen und distributiven Konsequenzen hiermit verbunden sind, ist zum Teil zwar noch offen, der Kampf um Direkt- und Portfolioinvestitionen dürfte in der nächsten Zeit jedoch weiter an Schärfe gewinnen. Um gesellschaftliche Konflikte mit potenziell negativen Folgen für die Kapital- und Finanzmarktintegration zu vermeiden, scheint es auch in diesem Bereich vorteilhaft zu sein, die Gewerkschaften in den Beratungsprozess mit einzubeziehen.

(3) Drittens schließlich stützt sich die kooperative Akzeptanzgenerierung ansatzweise auch auf die politische Partizipation der Beschäftigten – die Information und Konsultation in Euro-Betriebsräten sowie im *Board* oder Aufsichtsrat der Europäischen Aktiengesellschaft – und materielle Beteiligungsformen. Bereits in den Berichten PEPPER I und II (vgl. Europäische Kommission 1991, 1996)<sup>21</sup> wurden

---

21 PEPPER steht für »Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results«.

die diversen Formen der betrieblichen Gewinn- und Kapitalbeteiligung aufgelistet, deren Vorteile nicht nur in einer höheren Arbeitsmotivation, zusätzlichen Leistungsanreizen und einer größeren Lohnflexibilität, sondern auch in einer makroökonomischen Stabilisierung der Ökonomie gesehen wurden. Die hierin angesprochenen Elemente haben sich bislang nur sehr schleppend entwickelt. Gegenwärtig läuft jedoch ein Konsultationsprozess, um mit einem neuen Aktionsplan zur finanziellen Beteiligung der Arbeitnehmer transnationale (steuer- und sozialversicherungspolitische sowie soziokulturelle) Hindernisse abzubauen und die nationalen Systeme anzugleichen (vgl. Europäische Kommission 2001b). Ob und wie die Gewerkschaften als Vermittler, z.B. in Employee Share Ownership Plans (ESOPs) bzw. als Organisatoren und Verwalter von Pensionsfonds, in diesen Prozess mit einbezogen werden, ist bislang noch offen. Die Einigung zwischen der IG Metall und Gesamtmetall über ein Versorgungswerk zur überbetrieblichen Altersversorgung deutet allerdings darauf hin, dass sich die Gewerkschaften in Zukunft – nicht zuletzt aus Gründen der Mitgliederwerbung – in diesem Bereich stärker engagieren werden.<sup>22</sup>

#### 4. *Ausblick: Politik im Übergang zur »informationsbasierten Shareholder-Ökonomie«*

Die bisherigen Ausführungen sollten deutlich gemacht haben, dass der Übergang in die »informationsbasierte Shareholder-Ökonomie« ein politisches Projekt darstellt, das darauf abzielt, die marktgetriebene Restrukturierung in Europa weiter voranzutreiben. Wie das Projekt konkret realisiert wird, welche Ziele und Kriterien ihm eingeschrieben sind, und welchen Charakter es letztlich entfaltet, ist jedoch noch keineswegs gewiss. Die Finanzmarktintegration, die gleichsam das ökonomische Grundgerüst der »informationsbasierten Shareholder-Ökonomie« darstellt, stützt sich weder auf ein klar umrissenes singuläres Programm, das einfach umzusetzen ist, noch ist sie explizit Gegenstand einer breiten europapolitischen Debatte. Sie ist eher das Ergebnis einzelner politischer Initiativen, die – vielfältig gebrochen und gebremst – erst allmählich eine weiter ausgreifende Dynamik gewinnen.

Trotz des bislang noch fragmentarischen Charakters scheinen sich die verschiedenen Initiativen zu einem hegemonialen Projekt zu verdichten. Die Interessen unterschiedlicher Akteure, der nationalen Regierungen, der Europäischen Kommission, der transnationalen Konzerne wie auch der Börsen, (Groß-)Banken und institutionellen Anleger, wurden und werden in einem kooperativen Diskurs so zusammengeführt, dass sich ein Basiskonsens über die Vorteile eines integrierten Finanzmarktes herausgebildet hat. Die Umsetzung dieses Projektes läuft auf ein neues kapitalistisches Wachstums- und Entwicklungsmodell hinaus, das durch die Dynamik der glo-

---

22 Als Anlageformen sieht das Versorgungswerk neben Direktversicherungen und Pensionskassen auch Pensionsfonds vor. Die konkrete Durchführung der Metall-Rente wird externen Finanzdienstleistern übertragen (Allianz als Konsortialführer, BHW, Victoria Versicherung, Westdeutsche Landesbank).

balisierten Finanzmärkte angetrieben wird (vgl. Aglietta 2000: 142). Die politischen Entscheidungsträger in der EU lassen dabei wiederholt erkennen, dass sie sich am »Leitbild« des US-Modells orientieren, ohne jedoch dessen Nachteile, z.B. die starke soziale Polarisierung, mit übernehmen zu wollen. Ob und in welchem Maße dies gelingen wird, ist schwer zu prognostizieren. Für einen spezifisch europäischen Entwicklungspfad spricht sicherlich, dass im Rahmen der bestehenden korporatistischen Strukturen – sowohl auf nationaler als auch ansatzweise auf europäischer Ebene – *Stakeholder*-Interessen nicht ignoriert und die wohlfahrtsstaatlichen Strukturen und Leistungen nicht einfach auf das US-amerikanische Niveau abgesenkt werden können. Zugleich ist jedoch auch absehbar, dass die wachsende Bedeutung des internationalen Kapitalverkehrs und die damit verbundene Definitionsmacht der internationalen Finanzmarktakteure für die Funktionsweise des kontinentaleuropäischen, oder spezifischer: des rheinischen Kapitalismus, nicht folgenlos bleiben können. In dem Maße, wie sich die finanzmarktgetriebene Modernisierung Bahn bricht, geraten die tradierten institutionellen, regulativen und redistributiven Arrangements und kooperativen Netzwerkstrukturen unter Veränderungsdruck. Dieser entfaltet sich allerdings nicht im Sinne einer *top down* gesteuerten, linearen Anpassungsbeziehung, sondern als ein widersprüchlicher, vielfältig gebrochener Prozess, der durch gesellschaftliche Widerstände, institutionelle und kulturelle Barrieren und konkurrierende Zielsetzungen beeinflusst bleibt. Ungeachtet des übergreifenden europäischen Basiskonsenses, einen integrierten Finanzraum zu schaffen, ist dessen konkrete Umsetzung daher weiterhin umstritten und umkämpft. Dies gilt umso mehr, als die Veränderungen im sozioökonomischen Reproduktionsmodus und Machtgefüge mit stark divergierenden Alltagserfahrungen verbunden sind. Neben den prognostizierten Wohlfahrtsgewinnen, die im Vordergrund des kommunikativen Diskurses stehen, sehen große Teile der Bevölkerung auch viele Risiken und Gefahren. Der Alltagsdiskurs, oder präziser: die Alltagsdiskurse, sind mithin weit aus weniger homogen, als es auf den ersten Blick erscheinen mag. Ob und wie sich die Ängste und Befürchtungen zukünftig artikulieren, bleibt abzuwarten. Von zentraler Bedeutung sind in diesem Zusammenhang drei strukturelle Widerspruchskomplexe (vgl. hierzu auch Gill 2000: 134f):

(1) Der erste Widerspruchskomplex speist sich aus dem Gegensatz zwischen der finanzmarktgetriebenen Modernisierung und der demokratischen Verfasstheit der europäischen Gesellschaften. Der integrierte, zugleich aber auch globalisierte europäische Finanzmarkt verstärkt diesen Gegensatz insofern, als er die Interessen der transnationalen Wirtschaftsakteure – zu Lasten sozial orientierter gesellschaftlicher Interessen – strukturell aufwertet. Für die politischen Akteure, insbesondere für die Regierungen, ändern sich damit zugleich die Kriterien und Parameter der politischen Entscheidungsfindung. Im Zeitalter des *Monitorings* durch internationale Rating-Agenturen erhöht sich dabei der Druck, die gesetzlichen Rahmenbedingungen und politischen Prioritäten so zu gestalten, dass im Kampf um Portfolio- und Direktinvestitionen das Vertrauen der internationalen Anleger nicht enttäuscht wird (vgl. Harmes 1998). Dies betrifft das gesamte Ensemble der sozioökonomischen Regulation und Redistribution: die Geldpolitik und die Haushalts- und Steuerpolitik

ebenso wie das Aktien- und Unternehmensrecht und indirekt auch die Funktionsweise der Mitbestimmung sowie die Sozial-, Tarif- und Arbeitsmarktpolitik. Hiermit soll nicht gesagt sein, dass alle Veränderungen und Reformen in diesen Bereichen unmittelbar das Resultat der finanzmarktgetriebenen Modernisierung sind. All diejenigen Zielsetzungen, die sich mit den Prioritäten und Kriterien der internationalen Finanzmarktakteure nicht ohne weiteres in Übereinstimmung bringen lassen, haben es jedoch sehr schwer, realisiert zu werden.

(2) Der zweite Widerspruchskomplex betrifft den Gegensatz zwischen der finanzmarktgetriebenen Modernisierung und den gesellschaftlichen Reproduktionsbedingungen. Letzte stützten sich im rheinischen Kapitalismus lange Zeit auf ein relativ umfassendes System wohlfahrtsstaatlicher Leistungen, öffentliche Unternehmen und Institutionen, zahlreiche Formen der Staatsintervention sowie stark regulierte Arbeitsmärkte und Arbeitsbeziehungen. Die Kommodifizierung der Sozialbeziehungen – der Arbeitskraft wie auch der familiären Reproduktionsmuster – war von daher vielfältig beschränkt. In den vergangenen beiden Jahrzehnten sind diese (sozial-)politischen Schutzmechanismen stärker marktkonform reorganisiert worden. Im Zuge der finanzmarktgetriebenen Modernisierung werden diese Tendenzen verstärkt. Mit ihr kündigt sich gleichsam ein neuer Schub der »inneren Landnahme« (vgl. Lutz 1984) an, d.h. eine neue Stufe der kapitalistischen Durchdringung von zuvor noch politisch, genauer: »sozial-regulativ« geschützten Arenen (vgl. van der Pijl 1998: 36-49). Da hierdurch oft unmittelbar spezifische Interessen berührt werden, provoziert die (Teil-)Privatisierung bzw. marktanaloge Reorganisation von öffentlicher Infrastruktur, öffentlichen Unternehmen und sozialstaatlichen Leistungen immer wieder auch Protest und Widerstand, so z.B. in Frankreich Mitte der Neunzigerjahre.

(3) Der dritte Widerspruchskomplex ist schließlich durch den Gegensatz zwischen der finanzmarktgetriebenen Modernisierung und den tradierten Formen der Produktions- und Arbeitsorganisation bestimmt. Es ist bereits ausführlich dargestellt und erörtert worden, dass die Funktionsweise des integrierten Finanzmarkts zu erheblichen Veränderungen in den nationalen Systemen der *Corporate Governance* führt, auch was den Charakter – nicht jedoch unbedingt die Formen – der Arbeitnehmermitbestimmung im Betrieb und auf der Unternehmensebene anbetrifft. Am Aktionärsinteresse ausgerichtete Steuerungsformen können prinzipiell zwar mit sehr unterschiedlichen betrieblichen Kooperations- und Partizipationsmustern einhergehen. Die stärkere Abhängigkeit von Marktrisiken, damit verbundene soziale Unsicherheiten, ein verschärfter innerbetrieblicher Konkurrenzdruck und finanzmarktgetriebene Rationalisierungsprozesse – Ausgliederungen, Verkäufe oder Akquisitionen – führen in der Regel jedoch zu stark asymmetrischen Kompromissbildungen (vgl. Dörre 2001). Das von der Politik und dem Management proklamierte Leitbild des »Arbeitskraftunternehmers« (vgl. Voß/Pongratz 1998) ist daher allenfalls für einige wenige Berufsgruppen mit positiven Assoziationen verbunden. Denn vielfach schreitet als Folge der börsen- und wettbewerbsorientierten Reorganisation der Unternehmensstrukturen – Stichwort »Benchmarking« – die Erosion von Arbeitnehmerrechten voran (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998: 208f).

Viele dieser widersprüchlichen Alltagserfahrungen und die hierauf bezogenen Alltagsdiskurse thematisieren nun freilich nicht oder allenfalls sehr selten, dass die europäische Finanzmarktintegration die bestehenden wirtschafts-, sozial- und arbeitspolitischen Anpassungs- und Disziplinierungszwänge weiter verstärkt. Die Argumente des kommunikativen Diskurses, wonach das Projekt der »informationsbasierten Shareholder-Ökonomie« eine *Win-Win*-Situation zur Überwindung der europäischen Wettbewerbsschwäche wie auch der Probleme der Alterssicherung darstellt, werden substantiell zumeist nicht in Frage gestellt, wenngleich die Kurseinbrüche der vergangenen Jahre die Erwartungen gedämpft haben. Bisher sind die aufgeführten gesellschaftlichen Anpassungskonflikte für den Fortgang der Finanzmarktintegration unmittelbar kaum relevant. Möglicherweise veranlassen sie die nationalen Regierungen und europäischen Entscheidungsträger dazu, behutsam vorzugehen, um den Widerstand gegen weitere Integrationsschritte nicht zu groß werden zu lassen. Der Widerstand gegen die Übernahme-Richtlinie lässt sich zum Teil in diesem Sinne interpretieren. Er verdeutlicht zugleich aber auch, dass sich Konflikte im intergouvernementalen Aushandlungs- und Entscheidungsprozess immer dann zuspitzen, wenn – aus nationaler Perspektive – besonders symbolträchtige Veränderungen anstehen oder Wettbewerbsnachteile befürchtet werden. Die Vorschläge der Lamfalussy-Gruppe, gemäß derer die Finanzmarktintegration auf eine neue rechtliche Grundlage gestellt werden soll, zielen darauf ab, solche intergouvernementalen Konflikte leichter überwindbar zu machen. Sofern hierdurch die Disziplinierungszwänge zu groß werden, dürfte dies zugleich jedoch soziale Widerstände stimulieren, infolge derer das Projekt der »informationsbasierten Shareholder-Ökonomie« unvollendet bleiben und erneut zur Disposition stehen könnte.

## Literatur

- Aglietta, Michel* 2000: Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand, Hamburg.
- Armstrong, Kenneth A./Bulmer, Simon J.* 1998: The Governance of the Single European Market, Manchester.
- Augelli, Enrico/Murphy, Craigh N.* 1997: Consciousness, Myth and Collective Actions: Gramsci, Sorel and the Ethical State, in: Gill, Stephen/Mittelman, James H. (Hrsg.): Innovation and Transformation in International Studies, Cambridge, 25-38.
- Ausschuss der Weisen* 2001: Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte, Brüssel.
- Bieler, Andreas/Morton, Adam David* (Hrsg.) 2001: Social Forces in the Making of the New Europe: The Restructuring of European Social Relations in the Global Political Economy, Basingstoke, NY.
- Bieling, Hans-Jürgen* 2001: Vom EG-Binnenmarkt zur neuen europäischen Ökonomie. Arbeits- und sozialpolitische Arrangements im Zeichen der Regime-Konkurrenz, in: Industrielle Beziehungen 8: 3, 279-305.
- Bieling, Hans-Jürgen/Steinilber, Jochen* 2000: Hegemoniale Projekte im Prozeß der europäischen Integration, in: Bieling, Hans-Jürgen/Steinilber, Jochen (Hrsg.): Die Konfiguration Europas – Dimensionen einer kritischen Integrationstheorie, Münster, 102-130.
- Bloch, Laurence/Kremp, Élizabeth* 1997: Ownership and Control in France (European Corporate Governance Network, Discussion Paper, D97/97), in: <http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/docs/pdf/eu97reportVol3.pdf>; 25.10.1997.
- Bolkenstein, Frits* 2000: Financial Integration after the Euro (Speech at Harvard Business School, 27. April, Boston), in: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/speeches/spchl49.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/speeches/spchl49.htm); 27.4.2000.
- Bolkenstein, Frits* 2002: Integration der Finanzmärkte (Rede anlässlich des Neujahrsempfangs der Deutschen Börse, 28. Januar, Frankfurt), in: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/speeches/02-24.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/speeches/02-24.htm); 28.2.2002.
- Bourdieu, Pierre/Debons, Claude/Hensche, Detlef/Lutz, Burkhard* (Hrsg.) 1997: Perspektiven des Protests. Initiative für einen europäischen Wohlfahrtsstaat, Hamburg.
- CAG* 1998: Capital Markets for Competitiveness: Report to the President of the Commission and the Heads of State and Government for the Cardiff European Council, Brüssel.
- Cattero, Bruno* 2001: "Mitbestimmung" auf europäisch. Deutungs Offenheit, institutionelle Mythen und lose Kopplungen, in: Abel, Jörg/Ittermann, Peter (Hrsg.): Mitbestimmung an den Grenzen? Arbeitsbeziehungen in Deutschland und Europa, München, 135-166.
- Cecchini, Paolo* 1988: The European Challenge – 1992: The Benefits of a Single Market, Aldershot.
- Coleman, William D./Underhill, Geoffrey R. D.* 1998: Globalization, Regionalism and the Regulation of Securities Markets, in: Coleman, William D./Underhill, Geoffrey R. D. (Hrsg.): Regionalism & Global Economic Integration: Europe, Asia and the Americas, London, 223-248.
- Cowles, Maria Green* 1995: Setting the Agenda for a New Europe: The ERT and the EC 1992, in: Journal of Common Market Studies 33: 4, 501-526.
- Cox, Robert W.* 1987: Production, Power and World Order: Social Forces in the Making of History, New York, NY.
- Cox, Robert W.* 1998: Gramsci, Hegemonie und internationale Beziehungen. Ein Aufsatz zur Methode, in: Cox, Robert W.: Weltordnung und Hegemonie in der Internationalen Politischen Ökonomie (FEG-Studie Nr. 11), Marburg, 69-86.
- Crouch, Colin* 1997: The Terms of the Neo-Liberal Consensus; in: The Political Quarterly 68: 4, 352-378.



- Deppe, Frank/Felder, Michael 1993: Zur Post-Maastricht-Krise der Europäischen Gemeinschaft (EG) (FEG-Arbeitspapier Nr. 10), Marburg.
- Donnelly, Shawn 2000: Public Interest Politics, Corporate Governance and Company Regulation in Germany and Britain, in: German Politics 9: 2, 171-194.
- Dörre, Klaus 2001: Das deutsche Produktionsmodell unter dem Druck des Shareholder Value, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 52: 4, 675-704.
- Dyson, Kenneth 1999: Benign or Malevolent Leviathan? Social Democratic Governments in a Neo-Liberal Euro Area, in: The Political Quarterly 70: 2, 195-209.
- EASD 2000: Corporate Governance Principles and Recommendations, Brüssel.
- EFRP 2001: 20 Years, Brüssel.
- Egan, Michelle 1997: Modes of Business Governance: European Management Styles and Corporate Cultures, in: West European Politics 20: 2, 1-21.
- ERT 1998: Job Creation and Competitiveness through Innovation, Brüssel.
- ERT 2000: European Pensions. An Appeal for Reform. Pension Schemes that Europe can Really Afford, Brüssel.
- Europäische Kommission 1991: Vorschlag für eine Empfehlung des Rates zur Förderung der Beteiligung der Arbeitnehmer an den Gewinn- und Betriebsergebnissen (KOM(91) 259 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 1996: Bericht der Kommission: Pepper II. Die Förderung der Gewinn- und Betriebsergebnisbeteiligung (einschließlich Kapitalbeteiligung) der Arbeitnehmer in den Mitgliedstaaten (KOM(96) 697 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 1997: Sachverständigengruppe "European Systems of Worker Involvement" (Abschlussbericht), Luxemburg.
- Europäische Kommission 1998a: Finanzdienstleistungen: Abstecken eines Aktionsrahmens (KOM(98) 625 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 1998b: Risikokapital: Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen in der Europäischen Union (SEK(98) 552 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 1999a: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan (KOM(99) 232 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 1999b: Risikokapital. Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen. Umsetzung eines Aktionsplans; in: Europäische Wirtschaft (Beiheft A. Wirtschaftsanalysen, Nr. 12), Brüssel.
- Europäische Kommission 2000a: eEurope. Eine Informationsgesellschaft für alle. Zwischenbericht für den Sondergipfel des Europäischen Rates zum Thema "Beschäftigung, Wirtschaftsreform und sozialer Zusammenhalt – für ein Europa der Innovation und des Wissens" (KOM(00) 130 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 2000b: eEurope 2002. Eine Informationsgesellschaft für alle. Entwurf eines Aktionsplans (KOM(00) 330 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 2000c: Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Tätigkeiten von Einrichtungen zur betrieblichen Altersversorgung (KOM(00) 507 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 2001a: Finanzdienstleistungen. Europa muss seinen Zeitplan einhalten. Fünfter Fortschrittsbericht (KOM(01) 712 endg.), Brüssel.
- Europäische Kommission 2001b: Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen. Finanzielle Beteiligung der Arbeitnehmer in der Europäischen Union (SEK(01) 1308), Brüssel.
- Europäische Kommission 2002: Finanzmärkte: Kommission begrüßt Zustimmung des Parlaments zu Lamfalussy-Reformvorschlägen, in: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/general/02-195.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/general/02-195.htm); 5.2.2002.
- Europäischer Rat 2000a: Schlussfolgerungen des Vorsitzes. Europäischer Rat vom 23. und 24. März, Lissabon.

- Europäischer Rat* 2000b: Schlussfolgerungen des Vorsitzes. Europäischer Rat vom 19. und 20. Juni, Santa Maria da Feira.
- Germain, Michel/Magnier, Véronique* 1999: Vers un gouvernement d'entreprise à la française?, in: *L'Année Sociologique* 49: 2, 359-379.
- Gerum, Elmar* 1998: Corporate Governance in Europa: Konvergenz trotz Varianz, in: Berger, Roland/Steger, Ulrich (Hrsg.): Auf dem Weg zur Europäischen Unternehmensführung. Ein Lesebuch für Manager und Europäer, München, 87-101.
- Gill, Stephen* 1998: European Governance and New Constitutionalism: Economic and Monetary Union and Alternatives to Disciplinary Neoliberalism in Europe, in: *New Political Economy* 3: 1, 5-27.
- Gill, Stephen* 2000: Toward a Postmodern Prince? The Battle in Seattle as a Moment in the New Politics of Globalisation, in: *Millennium. Journal of International Studies* 29: 1, 131-141.
- Grahl, John* 2001: Globalized Finance: The Challenge to the Euro, in: *New Left Review*, Second Series, Heft 8, 23-47.
- Greenwood, Justin* 1999: The Role of the Associations in a European Constitution, in: Huemer, Gerhard/Mesch, Michael/Traxler, Franz (Hrsg.): The Role of Employer Associations and Labour Unions in the EMU: Institutional Requirements for European Economic Policies, Aldershot, 153-171.
- Guttmann, Robert* 1998: Die strategische Rolle der Pensionsfonds, in: *Prokla* 28: 4, 643-650.
- Hansen, Lene/Williams, Michael C.* 1999: The Myths of Europe. Legitimacy: Community and the 'Crisis' of the EU, in: *Journal of Common Market Studies* 37: 2, 233-249.
- Harmes, Adam* 1998: Institutional Investors and the Reproduction of Neoliberalism, in: *Review of International Political Economy* 5: 1, 92-121.
- Hassel, Anke* 1998: Soziale Pakte in Europa, in: *Gewerkschaftliche Monatshefte* 49: 10, 626-638.
- Heinemann, Friedrich/Jopp, Mathias* 2002: The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services (Report to European Financial Services Round Table), in: [ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/erf\\_executive\\_summary.pdf](ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/erf_executive_summary.pdf); 25.2.2002.
- Held, David/McGrew, Anthony/Goldblatt, David/Perraton, Jonathan* 1999: *Global Transformations: Politics, Economics and Culture*, Stanford, CA.
- Helleiner, Eric* 1994: *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, London.
- Hirsch-Kreinsen, Hartmut* 1998: Shareholder Value. Unternehmensstrategien und neue Strukturen des Kapitalmarktes, in: Hirsch-Kreinsen, Hartmut/Wolf, Harald (Hrsg.): *Arbeit, Gesellschaft, Kritik. Orientierungen wider den Zeitgeist*, Berlin, 195-222.
- Hodson, Dermot/Maher, Imelda* 2001: The Open Method as a New Mode of Governance: The Case of Soft Economic Policy Co-ordination, in: *Journal of Common Market Studies* 39: 4, 719-746.
- Holman, Otto/van der Pijl, Kees* 1996: The Capitalist Class in the European Union, in: Kourvetaris, George A./Moschonas, Andreas (Hrsg.): *The Impact of European Integration: Political, Sociological and Economic Changes*, London, 55-74.
- Höpner, Martin/Jackson, Gregory* 2001: An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance (MPIfG Discussion Paper 01/4), Köln.
- Huffschnid, Jörg* 1999: *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, Hamburg.
- Jachtenfuchs, Markus* 1995: Ideen und Internationale Beziehungen, in: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 2: 2, 417-442.
- Jürgens, Ulrich/Rupp, Joachim/Vitols, Katrin mit Jäschke-Wertmann, Bärbel* 2000: *Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland* (WZB Arbeitspapier FS II 00-202), Berlin.

- Kohler-Koch, Beate/Eising, Rainer (Hrsg.) 1999: The Transformation of Governance in the European Union, London.
- Lannoo, Karel 1999: A European Perspective on Corporate Governance, in: Journal of Common Market Studies 37: 2, 269-294.
- Lazonick, William/O'Sullivan, Mary 2000: Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance, in: Economy and Society 29: 1, 13-35.
- Lütz, Susanne 1997: Die Rückkehr des Nationalstaates? Kapitalmarktregulierung im Zeichen der Internationalisierung von Finanzmärkten, in: Politische Vierteljahresschrift 38: 3, 475-497.
- Lütz, Susanne 2000: From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition, in: German Politics 9: 2, 149-170.
- Lutz, Burkhardt 1984: Der kurze Traum immerwährender Prosperität. Eine Neuinterpretation der industriell-kapitalistischen Entwicklung im Europa des 20. Jahrhunderts, Frankfurt a.M.
- McNamara, Kathleen R. 1998: The Currency of Ideas: Monetary Politics in the European Union, London.
- Monti, Mario 1998: EMU, Taxation and Competitiveness (Rede auf der Kangaroo Group Conference, 24. November, London), in: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/speeches/spch190.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/speeches/spch190.htm); 24.11.1998.
- Moravcsik, Andrew 1998: Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht, New York, NY.
- Morin, François 2000: A Transformation in the French Model of Shareholding and Management, in: Economy and Society 29: 1, 36-53.
- Mueller, Frank 1996: National Stakeholders in the Global Contest for Corporate Investment, in: European Journal of Industrial Relations 2: 3, 345-368.
- Neyer, Jürgen/Wolf, Dieter 1996: Zusammenfügen was zusammengehört! Zur Notwendigkeit eines Brückenschlags zwischen alten und neuen Fragestellungen der Integrationsforschung, in: Zeitschrift für Internationale Beziehungen 3: 2, 399-423.
- Nölting, Andreas 2000: Die neue Supermacht Börse. Wie die Fondsmanager unsere Welt verändern, Reinbek.
- Obradovic, Daniela 1996: Policy Legitimacy and the European Union, in: Journal of Common Market Studies 34: 2, 191-221.
- OECD 1998: OECD-Principles of Corporate Governance, in: <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>; 22.2.2001.
- Patomäki, Heikki 1997: EMU and the Legitimation Problems of the European Union, in: Minkinen, Petri/Patomäki, Heikki (Hrsg.): The Politics of Economic and Monetary Union, Helsinki, 162-204.
- Rappaport, Alfred 1998: Creating Shareholder Value, 2. Aufl., New York, NY.
- Renneboog, Luc 1999: Corporate Governance Systems: The Role of Ownership, External Finance and Regulation (CEPS Working Dokument No. 133), Brüssel.
- Rhodes, Martin 1998: Globalization, Labour Markets and Welfare States: A Future of »Competitive Corporatism«?, in: Rhodes, Martin/Mény, Yves (Hrsg.): The Future of European Welfare: A New Social Contract?, London, 178-203.
- Rhodes, Martin/van Apeldoorn, Bastiaan 1999: Capital Unbound? The Transformation of European Corporate Governance, in: Journal of European Public Policy 5: 3, 406-427.
- Ross, George 1995: Jacques Delors and European Integration, Cambridge.
- Sablowski, Thomas/Rupp, Joachim 2001: Die neue Ökonomie des Shareholder Value. Corporate Governance im Wandel, in: Prokla 31: 1, 47-78.
- Sandholtz, Wayne/Stone Sweet, Alec (Hrsg.) 1998: European Integration and Supranational Governance, New York, NY.

- Sandholtz, Wayne/Zysman, John* 1989: 1992: Recasting the European Bargain, in: *World Politics* 42: 1, 95-128.
- Schmidt, Vivien A.* 1996: An End to French Economic Exceptionalism? The Transformation of Business under Mitterand, in: *Daley, Anthony (Hrsg.): The Mitterand Era: Policy Alternatives and Political Mobilization in France*, Basingstoke, NY, 117-140.
- Schmidt, Vivien A.* 2001: Discourse and the Legitimation of Economic and Social Policy Change in Europe, in: *Weber, Steven (Hrsg.): Globalization and the European Political Economy*, New York, NY, 229-272.
- Schröder, Ulrich* 1996: Corporate Governance in Germany: The Changing Role of the Banks, in: *German Politics* 5: 3, 356-370.
- Schumann, Michael* 1998: Frißt die Shareholder Value-Ökonomie die Modernisierung der Arbeit?, in: *Hirsch-Kreinsen, Hartmut/Wolf, Harald (Hrsg.): Arbeit, Gesellschaft, Kritik. Orientierungen wider den Zeitgeist*, Berlin, 19-30.
- Sinclair, Timothy J.* 1994: Passing Judgement: Credit Rating Processes as a Regulatory Mechanism of Governance in the Emerging World Order, in: *Review of International Political Economy* 1: 1, 132-159.
- Steinhilber, Jochen* 2000: Die "Grande Nation" und das "Haus Europa". Frankreichs widersprüchlicher Entwicklungsweg, Hamburg.
- Story, Jonathan/Walter, Ingo* 1997: Political Economy of Financial Integration in Europe: The Battle of the Systems, Cambridge, MA.
- Teague, Paul* 1999a: Economic Citizenship in the European Union: Employment Relations in the New Europe, London.
- Teague, Paul* 1999b: Reshaping Employment Regimes in Europe: Policy Shifts Alongside Boundary Change, in: *Journal of Public Policy* 19: 1, 33-62.
- Tsoukalis, Loukas* 1997: The New European Economy Revisited, Oxford.
- UNICE* 2001: Strategy Paper on Sustainability of Pensions, Brüssel.
- van Apeldoorn, Bastiaan* 2002: Transnational Capitalism and European Integration, London, i. E.
- van der Pijl, Kees* 1984: The Making of an Atlantic Ruling Class, London.
- van der Pijl, Kees* 1998: Transnational Classes and International Relations, London.
- Voß, Günter G./Pongratz, Hans J.* 1998: Der Arbeitskraftunternehmer. Eine neue Grundform der Ware Arbeitskraft?, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 50: 1, 131-158.
- Weber, Steven/Posner, Elliot* 2001: Creating a Pan-European Equity Market in Europe, in: *Weber, Steven (Hrsg.): Globalization and the European Political Economy*, New York, NY, 140-196.