



Schader Stiftung

Forschungsverbund „Was sollen Banken tun?“

Reader zur Fachtagung

Taking back Control.

**Zur globalen Finanzkrise und den Ambitionen
einer Steuerung des Finanzsystems**

06.09. und 07.09.2018, Darmstadt

Die Tagung wurde gefördert durch



Bundesministerium
für Bildung
und Forschung



**Sparkasse
Darmstadt**



Schader Stiftung

Forschungsverbund „Was sollen Banken tun?“

Taking back Control. Zur globalen Finanzkrise und den Ambitionen einer Steuerung des Finanzsystems

Tagungsreader mit Kurzfassungen der Vorträge

vom 06. und 07. September 2018 im Schader-Forum, Darmstadt

Veranstalter

Schader-Stiftung

Forschungsverbund „Was sollen Banken tun?“

Veranstaltungsorganisation

Prof. Dr. Jürgen Kädler, SOFI Soziologisches Forschungsinstitut an der Georg-August Universität Göttingen

Dr. Michael Faust, SOFI Soziologisches Forschungsinstitut an der Georg-August Universität Göttingen

Prof. Dr. Ulrich Klüh, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft

Prof. Dr. Bernhard Emunds, Oswald von Nell-Breuning-Institut für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik, Frankfurt am Main

Dr. Tobias Robischon, Schader-Stiftung

Herausgeber

Schader-Stiftung

Goethestraße 2, 64285 Darmstadt

Telefon 06151 / 1759-0

Telefax 06151 / 1759-25

kontakt@schader-stiftung.de

www.schader-stiftung.de

Redaktion

Dr. Tobias Robischon, Katharina Borowski

September 2018

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----------|
| Impulsvorträge | 3 |
| Geldverwendung – Geldwissen – Geldvertrauen Ergebnisse einer empirischen Untersuchung Klaus Kraemer | 3 |
| Zur Synchronisation von Politik und Finanzmarktökonomie Ulf Bohmann | 4 |
| Autonomie der Finanzmärkte – unausweichlich oder verhängnisvoll? | 5 |
| Autonomisierung, Kommensurierung und Regulierung – ein soziologischer Ansatz Barbara Kuchler | 5 |
| Taking Back Control of Self-referential Financial Markets Christina Kleinau | 8 |
| Gefährden die politischen Reaktionen auf die Finanzkrise die Stabilität demokratischer Ordnungen? | 11 |
| Finanzkrise und politische Krise: Griechenland und Irland im Vergleich Isabel Kusche | 11 |
| Wer erklärt wie die Finanzkrise? Finanzmarktöffentlichkeit zwischen Krisenunterhaltung, Beratung, marktradikalen und verschwörungstheoretischen Erzählungen Silke Ötsch | 12 |
| Welche Bedeutung haben die Bedarfe der Realwirtschaft für die Entwicklung von Bankensystemen? | 14 |
| From secret of success to victim of success? German banks and the export-led growth model Benjamin Braun, Richard Deeg | 14 |
| (Was) erwartet die Realwirtschaft von Banken (noch etwas)? Jürgen Kädtler, Michael Faust | 31 |
| Was folgt aus der Komplexität des Finanzsystems für die politischen Ambitionen seiner Gestaltung? | 34 |
| Zur institutionellen Komplexität finanziellierter Ökonomie Jürgen Schraton | 34 |
| Die ‚Sicherung‘ von politischem Gemeinwesen und Finanzsystem im Zuge der europäischen Finanzkrise Andreas Langenohl, Carola Westermeier | 36 |
| Welche Konsequenzen haben populistische Krisenreaktionen für die demokratische Pluralität in Europa? | 39 |
| (Fast) Nichts ist ‚alternativlos‘! Wider die Idee einer linkspopulistischen Gegenhegemonie Uwe Kranenpohl | 39 |
| Die Banken-, Fiskal- und Wirtschaftskrise: Dominanz und Widerstand als Krisenfolgen Ricardo Kaufer | 41 |
| Ist die Steuerbarkeit der Finanzmärkte nur eine politisch-mediale Illusion? | 45 |
| Lassen sich Finanzmärkte sinnvoll steuern? Sven Grzebeta | 45 |
| Bail-in or Bail-out, ist das die Frage? Das europäische Banken- und Finanzsystem zehn Jahre nach der Krise Vanessa-Maria Redak | 47 |
| Was sollen Banken künftig tun? Ein Vergleich der Krisendiagnostik und Reformdynamik in Deutschland und Frankreich Eileen Keller | 59 |

| | |
|--|-----------|
| Den globalisierten (Finanz-)Kapitalismus steuern – wer soll dazu schon in der Lage sein? | 61 |
| Transdisziplinäre Krisendiagnosen, die ein integrales Verständnis für die Entstehungsbedingungen der Finanzkrise ermöglichen. – Neoliberalism and no way out? Uwe Lammers | 61 |
| Mehr multilaterale Governance der Finanzarchitektur oder tragfähigere Lösungen durch einen neuen Wettbewerbsregionalismus? Lothar Funk | 63 |
| Wo liegen die Grenzen einer ökologischen Indienstnahme der Finanzwirtschaft? | 68 |
| Finanzialisierung von Nachhaltigkeit Natalia Besedovsky | 68 |
| Can finance/capitalism save the planet? Ulrich Klüh | 77 |
| Stärkt die Regulierung des Finanzsystems die Verantwortungsübernahme der Zentralbanken oder sorgt sie nur für Verantwortungsdiffusion? | 81 |
| Zentralbanken als Shadow Dealer of Last Resort: Die Global Governance des Finanzsystems, das Schattenbankensystem und die Zentralbankpolitik nach der globalen Finanzkrise Joscha Wullweber | 81 |
| Das politische Projekt Europäische Bankenunion: Zur Rolle von Systemrelevanz im neuen Finanzmarktregime der Europäischen Union. Andreas Kallert | 82 |
| Regulative Derivate - Institutionen der Verantwortungsexternalisierung Die europäische Post-Krisen Kapitalmarktregulierung eine institutionelle Pathologie? Mica Valdivia | 85 |

Programm

Impulsvorträge

Geldverwendung – Geldwissen – Geldvertrauen Ergebnisse einer empirischen Untersuchung

Klaus Kraemer

Finanzmarkt- und Banken Krisen sind nicht nur wirtschaftliche und politische Krisen, sondern immer auch Vertrauenskrisen. In solchen Zeiten scheint die Fragilität des Vertrauens in das Geld und in die Institutionen der monetären Ordnung auf. Zwar liegen inzwischen zahlreiche internationale Befunde zur unzureichenden finanziellen Allgemeinbildung der Bevölkerung vor (*financial literacy*) vor. Die Folgen von Vertrauenskrisen auf die alltägliche Geldverwendung und die Bedeutung, die dem Wissen bzw. Nichtwissen der Bevölkerung über Geld und die institutionellen Grundlagen der Geldordnung hierbei zukommt, sind allerdings bislang nicht empirisch untersucht worden.

Ausgehend von diesem Forschungsdesiderat sollen in dem Vortrag ausgewählte Daten einer Ende 2017 abgeschlossenen standardisierten Bevölkerungsbefragung (n = 2000) zum Geldwissen, Geldvertrauen und zur Geldverwendung vorgestellt und diskutiert werden. Drei forschungsleitende Fragen werden hierbei in den Mittelpunkt gestellt:

- (1) Was wissen die Befragten über Geld (Geldschöpfung, Gelddeckung) und die Institutionen der Geldordnung (*Geldwissen*)?
- (2) Wie wirkt sich das vorhandene Wissen bzw. Nichtwissen auf das Vertrauen/Nichtvertrauen in die Geldordnung aus (*Geldvertrauen*)?
- (3) Welchen Einfluss haben das Wissen über (1) und das Vertrauen in Geld (2) auf die Verwendung von Geld (*Geldverwendung*)?

In Abgrenzung zu klassischen ökonomischen Tauschtheorien des Geldes (Adam Smith, Carl Menger, Ludwig von Mises) wird ein breites Verständnis von Geldverwendung zugrunde gelegt, das nicht nur wirtschaftliche Tauschfunktionen des Geldes (Zahlungs-, Rechen- und Wertaufbewahrungsmittel) berücksichtigt, sondern insbesondere die soziologisch ebenso relevanten „nicht-ökonomischen Funktionen“ der Geldverwendung (Freiheits-, Signalisierungs-, Vergemeinschaftungs- und Disziplinierungs- bzw. Verhaltenssteuerungsfunktion) einbezieht.

Abschließend soll der Versuch unternommen werden, den empirischen Befund theoretisch plausibel zu erklären, warum die Leute Geld im Alltag ubiquitär verwenden, und zwar für ökonomische ebenso wie für nicht-ökonomische Zwecke, obwohl Wissen über Geld und die institutionellen Grundlagen einer funktionierenden Geldordnung allenfalls marginal oder sogar überhaupt nicht vorhanden ist.

Univ.-Prof. Dr. phil. Klaus Kraemer ist Universitätsprofessor für Angewandte Soziologie am Institut für Soziologie der Karl-Franzens-Universität Graz. Er ist Mitglied im Vorstand der Deutschen Gesellschaft für Soziologie-Sektion Wirtschaftssoziologie und Vertrauensdozent der Hans-Böckler-Stiftung.

Zur Synchronisation von Politik und Finanzmarktökonomie

Ulf Bohmann

Der Vortrag betrachtet aus der Perspektive einer akteurzentrierten Differenzierungstheorie, wie politische Entscheidungen und finanzmarktökonomische Entwicklungen zeitlich koordiniert werden.

Dazu wird ein eigenes zeitheuristisches Modell herangezogen. Es wird die Annahme entwickelt, dass politische Gestaltung durch eine tendenziell zunehmende Desynchronisation verschiedener gesellschaftlicher Teilbereiche herausgefordert wird. Am Beispiel der Finanzmarktregulierung soll gezeigt werden, wie die Politik ihre Gestaltungsfähigkeit mithilfe von resynchronisierenden „Hybridorganisationen“ an der Schnittstelle zur Finanzmarktökonomie, wie der hier ausführlich analysierten Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), aufrechterhalten bzw. wiedergewinnen will.

Die Bilanz fällt gleichwohl ambivalent aus. Während die BaFin in bestimmten zeitlichen Dimensionen erfolgreich synchronisiert, erfüllt sie diese Funktion an anderen Stellen nur eingeschränkt: Globale Kapitalströme und bürokratische Vorgaben erodieren ihren Einfluss als Wächterin des Finanzmarktes, und die beschleunigte Verbreitung von Finanzderivaten lässt sie als lethargische Behörde erscheinen. Doch auch die erfolgreiche horizontale Synchronisation zwischen Politik und Finanzmarktökonomie hat ihren Preis:

Sie produziert und verstärkt eine andere (vertikale) Desynchronisation an der Schnittstelle zwischen den etablierten politischen Institutionen und den Basisprozessen demokratischer Willensbildung. Aus soziologischer Sicht sind daher mindestens zweifach ausgerichtete Umbauarbeiten erforderlich, um die Gefahr ökonomischer Krisen und postdemokratischer Entwicklungen zu reduzieren.

Dr. Ulf Bohmann ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Professur für Soziologische Theorien an der Technischen Universität Chemnitz.

Autonomie der Finanzmärkte – unausweichlich oder verhängnisvoll?

Autonomisierung, Kommensurierung und Regulierung – ein soziologischer Ansatz

Barbara Kuchler

1. Was heißt Autonomie von Finanzmärkten?

In der Finanzsoziologie kann man argumentieren, dass Autonomisierung und Kommensurierung zusammenhängen. Der Begriff Kommensurierung stammt aus der Soziologie der Bewertung („sociology of valuation“) und beschreibt, wie Dinge oder Entitäten, die vordem als unzusammenhängend oder kategorial verschieden wahrgenommen wurden, miteinander kommensurabel gemacht und anhand einheitlicher Maßstäbe bewertbar gemacht werden (Espeland/Stevens 1998; Lamont 2012). In der Marktsoziologie werden die Begriffe Kommensurierung und Kategorisierung benutzt, um die Homogenisierung oder Standardisierung von Produkten als Voraussetzung für reibungslosen Handel oder die Platzierung von Produkten in bestimmten Märkten oder Marktsegmenten zu beschreiben (Zuckerman 1999, 2000; Lounsbury/Rao 2004; Desrosières 2011; Bühler/Werron 2014).

In der Finanzsoziologie kann man darüber hinaus die These aufstellen, dass die Autonomisierung von Finanzmärkten ein Korrelat ihrer historisch wachsenden Kommensurierungsfähigkeit ist (Kuchler 2018). In den historischen Anfängen von Finanzmärkten gab es zwar allerlei Finanzinstrumente (Kredite, Kapitalgesellschaften usw.), die aber als unzusammenhängende soziale „Dinge“ existierten, eng in ihre jeweiligen sozialen Kontexte eingebettet waren (Handel, Kriegsführung usw.) und nicht systematisch aufeinander bezogen oder miteinander verglichen wurden. Im Laufe einer langen historischen Entwicklung wachsen sie in ein eigenes Universum namens „die Finanzmärkte“ zusammen, indem verschiedene Arten von Finanzwerten und Finanzinstrumenten systematisch miteinander vergleichbar, füreinander substituierbar und sonst aufeinander relationierbar gemacht werden, etwa anhand von Rendite- und Risikomaßen. Finanzmärkte entwickeln sich auf diese Weise zu einem dichten, intern hoch interdependenten System, das sich im selben Maß von Eins-zu-eins-Kopplungen an seine Umwelt ablöst, also autonom wird. Im heutigen Finanzsystem ist, überspitzt gesagt, jeder Wert mit jedem anderen vergleichbar, und „rational“ oder jedenfalls kalkuliert mit allen anderen abgleichbar, verrechenbar, arbitragierbar: Kredite an Einzelpersonen, an Unternehmen und an Staaten; inländische und ausländische Werte; Kreditpapiere und Eigenkapitalpapiere; Bankkredite und Kapitalmarktkredite, d.h. Darlehen und Anleihen; Basiswerte und Derivate; usw. usf. Wenn diese These zutrifft, ergeben sich daraus Konsequenzen für das Verständnis der Regulierung und Deregulierung von Finanzmärkten.

2. Autonomie und Deregulierung

Zunächst und grundsätzlich folgt daraus, dass die allgemein beobachtete und beklagte Autonomisierung der globalen Finanzmärkte seit den 1980er Jahren *nicht nur als Resultat von Deregulierung verstanden werden kann*. Das ist ein Verständnis, das in der sozialwissenschaftlichen Literatur verbreitet ist. Sich autonomisierende, „durchdrehende“ und zunehmend „selbstreferentiell“ werdende Finanzmärkte werden als Resultat einer neoliberalen laissez-faire-Haltung nationaler und internationaler Regulierungsinstanzen gesehen: Finanzmärkte wurden von den Staaten „von der Kette gelassen“ und tanzen uns seither auf der Nase herum. Auch wenn es Zusammenhänge zu Deregulierung natürlich gibt, so ist von dem oben skizzierten Verständnis aus doch zu sagen, dass dies als Verständnis der Autonomiedynamik von Finanzmärkten nicht genügt und dass neben dem „exogenen“ Losgelassenwerden durch Staaten auch ein „endogener“ Autonomiekern, eine eigene, selbst konstituierte, interne Autonomiedynamik zu berücksichtigen ist (oder vielleicht sogar den Anfang bildet).

Der Kausalzusammenhang zwischen Autonomisierung und Deregulierung kann denn auch in beide Richtungen gehen. Nicht nur: *Deregulierung führt zu Autonomisierung*, indem Beschränkungen für Akteure aufgehoben werden und deren Profit- Risiko- und Expansionstrieb ungebremst durchschlägt. Sondern auch: *Autonomisierung führt zu Deregulierung*, indem kategoriale Grenzen und Segmentierungen, die traditionell das Finanzsystem prägten, durch Kommensurierungsfortschritte obsolet oder brüchig werden und damit regulatorische Anpassungen erzwingen. So ist etwa die Aufhebung der „Regulation Q“ in den USA (Deckelung von Einlagenzinsen auf Bankeinlagen) als Reaktion auf die zunehmende Substitution von Bankeinlagen durch Geldmarktfonds-Anteile durch Anleger zustande gekommen, und die Aufhebung des Glass-Steagall-Acts (Trennung von Geschäfts- und Investmentbanking) als *Reaktion* auf den generellen Disintermediationstrend, den Trend zur Ersetzung von Bankprodukten durch Kapitalmarktprodukte, sowie auf Innovationen wie Zinsswaps, die Momente von Darlehen, Wertpapieren und Futures kombinierten und damit die Trennung von Geschäftsbankgeschäft und Investmentbankgeschäft unterliefen (Krippner 2011; Funk/Hirschman 2014).

3. Kommensurierung und Regulierung

Was würde es bedeuten, wenn Regulierer die Idee der Autonomisierung-qua-Kommensurierung aufgreifen würden? Theoretisch müssten sich aus dieser Idee Konsequenzen für die Regulierung von Finanzmärkten ergeben: Wenn man den Autonomiemechanismus von Finanzmärkten versteht, müsste das etwas für die Chancen und Probleme von Regulierungsansätzen besagen. Die Überlegungen hierzu sind allerdings erst ganz am Anfang. Im Moment kann ich nur einige sehr vorläufige und allgemeine Überlegungen skizzieren, die bis September hoffentlich ausgebaut und weiter ins Detail getrieben werden können (und auch mehr auf die deutsche bzw. europäische Situation angewandt werden können).

Die grundsätzliche Frage ist, ob Regulatoren versuchen sollten, dem Kommensurierungstrend entgegenzuarbeiten, gewissermaßen „Sand ins Getriebe zu streuen“ und den Autonomisierungsprozess zu verlangsamen oder zu erschweren, oder ob sie eher „mit dem Strom“ arbeiten sollten, in der Annahme, dass systemspezifische Eigenlogiken ohnehin unaufhaltsam und unumkehrbar sind und bei Eingriffen von außen vorrangig kontra-intentionale Effekte, regulatorische Dialektiken usw. produzieren. Nach den allgemeinen Erkenntnissen der Soziologie in Fragen der zentralen „Steuerung“ der Gesellschaft und der Eigensinnigkeit autonomer Teilsysteme spricht viel für die letztere Option, jedenfalls im Grundsatz.

Im Sinne dieser Option gibt es denn auch einen radikalen Vorschlag zur Neuausrichtung von Finanzmarktregulierung, der von Morgan Ricks stammt, Post-Keynesianer und Mitglied der US-amerikanischen Finanzmarkt-Regulierungskommission unter Obama. Ricks schlägt vor, Banken und Schattenbanken (insb. Geldmarktfonds) rechtlich und regulatorisch gleichzustellen, weil beide über weite Strecken dieselbe Funktion erfüllten und funktional äquivalente Instrumente bereitstellten – nämlich kurzfristige Liquiditätsinstrumente –, weil deshalb beide letztlich, der Sache nach, Geldschöpfung betrieben und deshalb auch eine ähnliche Bedeutung für die Liquiditätsaustrocknung im Krisenfall hätten (Ricks 2016). Ricks will deshalb einen neuen Geldbegriff einführen, der konsequent von dieser Äquivalenz her gedacht ist – der Geld also nicht über das Merkmal definiert, gesetzliches Zahlungsmittel zu sein, sondern über die Funktion der Liquiditätsbereitstellung und Geldschöpfung. Seine These ist, dass ein Geldsystem „designed from scratch“, das nicht den historischen Pfadabhängigkeiten und Trägheiten aus ganz anders gelagerten Anfängen folgt, sondern aufgrund der heutigen Realität gezielt entworfen wird, von dieser Äquivalenz her gedacht werden müsste. Das wäre ein Regulierungsansatz, der konsequent von der Kommensurierungsqualität des modernen Finanzsystems her gedacht ist – wenn auch ohne Kenntnis des Kommensurierungsbegriffs und der entsprechenden soziologischen Forschungstradition.

PD Dr. Barbara Kuchler ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin im Bereich Theorie und Allgemeine Soziologie an der Universität Bielefeld.

Literatur

Bühler, Martin/Werron, Tobias, 2014: Zur sozialen Konstruktion globaler Märkte, S. 217–299 in: Langenohl, A./Wetzels, D. J. (Hrsg.), Finanzmarktpublika. Moralität, Krisen und Teilhabe in der ökonomischen Moderne. Wiesbaden: VS.

Desrosières, Alain, 2011: The Economics of Convention and Statistics: The Paradox of Origins. *Historical Social Research* 36: 64–81.

Espeland, Wendy Nelson/Stevens, Mitchell L., 1998: Commensuration as a Social Process. *Annual Review of Sociology* 24: 313–343.

Funk, Russell J./Hirschman, Daniel, 2014: Derivatives and Deregulation. *Financial Innovation and the Demise of Glass–Steagall*. *Administrative Science Quarterly* 59: 669–704.

Krippner, Greta R., 2011: *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge Mass., London: Harvard University Press.

Kuchler, Barbara, 2018: *Financial Markets as Commensurating Machines*. Unveröff. Ms.

Lamont, Michèle, 2012: Toward a Comparative Sociology of Valuation and Evaluation. *Annual Review of Sociology* 38: 201–221.

Lounsbury, Michael/Rao, Hayagreeva, 2004: Sources of Durability and Change in Market Classifications: A Study of the Reconstitution of Product Categories in the American Mutual Fund Industry, 1944-1985. *Social Forces* 82: 969–999.

Ricks, Morgan, 2016: *The Money Problem. Rethinking Financial Regulation*. Chicago-London: Chicago University Press.

Zuckerman, Ezra W., 1999: The Categorical Imperative. *Securities Analysts and the Illegitimacy Discount*. *American Journal of Sociology* 104: 1398–1438.

Zuckerman, Ezra W., 2000: Focusing the Corporate Product. *Securities Analysts and De-Diversification*. *Administrative Science Quarterly* 45: 591–619.

Taking Back Control of Self-referential Financial Markets

Christina Kleinau

The call for papers describes our modern financial system as self-referential. It then goes on to ask which societal goals the system should be encouraged to work towards and, as a subsequent question, how the system can be steered towards these goals. Thereby, the fact that the financial system is so opaque, complex & self-referential is seen as a complicating factor, which makes it difficult to steer. This paper argues that the fact that the financial system has become so self-referential is the root cause of systemic instability, as well as being the reason why actors within the financial system lack the ability & inclination to work towards achieving societal goals. Hence, it is argued that mitigating the self-referential nature of the modern financial system & returning the focus of actors within the system to their intended role of financing activities within the real economy is the first and most significant step in ensuring that the financial system enhances societal progress. In a second step, it would then be possible to actually provide incentives for working towards specific societal goals, either directly within the real economy or as a combination of measures targeted at the financial system and/or the real economy.

Understanding why the financial system has become so self-referential is the first step in being able to counteract this development. It began with the first major breakthrough in the discipline of financial economics; Markowitz's (1952) development of modern portfolio theory, which shed light on the power of mathematical optimization for the finance industry. The second was the development of the capital asset pricing model (CAPM), which was the result of academic investigation into what the market equilibrium would be assuming investors act in line with their preferences for minimizing risk and maximizing returns (Lintner, 1965; Mossin, 1966; Sharpe, 1964; Treynor, 1999). Both of these models, however, are 'one-period' models, which don't take continuous time into account. The third major development in financial economics, the Efficient Markets Hypothesis, argued that market prices fully reflect all the available, relevant information for an asset price at any one point in time (Fama, 1965; Fama, 1970). In other words, it was hypothesized that the market is always right.

Hence, on the one hand, finance theory teaches university students that technical analysis, whereby price trends are used as the key input to determine valuations & forecasts (Sharpe, Alexander & Bailey, 1995, p. 844), cannot lead to abnormal returns being earned because no new information and thereby, also no competitive advantage, is being generated. Fundamental analysis, by contrast, whereby investors and speculators search for relevant data about an investment which is not yet incorporated into market prices (Sharpe, Alexander & Bailey, 1995, p. 844), can theoretically be expected to lead to abnormal returns, if an investor can indeed find superior information. This information search is also a pre-requisite in order for the efficient markets hypothesis to be able to be logically assumed to be true. On the other hand, in order for a pay-off to result from a market participant making a trade on a new piece of information, other market participants also need to discover this information and trade accordingly. Being a 'second-mover' and trading on the back of developing price trends by applying highly detailed financial models can also be a more cost-effective investment strategy than investing significant resources in fundamental research. This strategy is referred to as "rational herd behaviour" (Hirshleifer, Glazer & Hirshleifer, 2005, pp. 325–327).

Thus, being the 'fastest second mover' has become a widespread strategy in modern financial markets, as reflected e.g. in the statistics on the growth of high-frequency trading. Unfortunately, however, the existing institutional safeguards such as volatility interruptions (Xetra 2018) are insufficient to protect against the scenario that one algorithmic trade triggers another algorithmic trade, which triggers another algorithmic trade etc. As such, the level of complexity and the self-referential nature of the financial system have become ingrained to an extent which cannot be accurately estimated. Nonetheless, the number of trades being processed faster than a human being can blink, let alone

think, speaks for itself.¹This is detrimental to society because the most important function of the financial markets is to provide liquidity & payment services to the real economy (Gorton & Winton, 2002, p. 1; Koslowski, 2012, pp. x). Hence, instability in financial markets is certain to lead to instability in the real economy as economic participants become concerned about whether their financial capital is at risk.

Introducing institutional safeguards to mitigate & manage the volume of algorithmic trading would be an initial, obvious and long-overdue step towards counter-acting the self-referential nature of the modern financial system. Specifically, introducing a financial transaction tax or simply banning momentum (or counter-momentum) strategies being implemented by algorithmic trading would be an effective means of re-channelling resources from societally undesirable and unproductive self-referential transactions towards societally-valuable fundamental research. Encouraging participants in the financial markets to think more about societal risks and needs in the real economy in their quest for returns would, in turn, improve not only the quality of the information and data available for fundamental valuations but also, likely lead to innovations in the modelling techniques themselves. In this way, the finance industry could become much better equipped to deal with the demands which they are beginning to be faced with – namely, that the finance industry should be a force for good in society, rather than a source of self-referential systemic instability.

Evidently, channeling the immense resources purveyed by the financial system towards achieving goals which have been explicitly identified as being societally desirable is an admirable undertaking. It should be noted that the power of the market economy to generate well-being lies in its enabling decisions about consumption to be taken on an individual level, based on a variety of offers on the market. Historically, it has been proven that a centrally-planned economy is not conducive to achieving societal goals. Nonetheless, the market economy is anchored in democratic society and all governments certainly have societal goals, which the financial system can and should be forced to comply with. Hence, it is entirely legitimate that the finance industry is currently facing increased pressure to exemplify its commitment to sustainable finance. This implies that financial institutions need to be able to prove that the way they use the financial resources that savers, governments, etc. entrust to them are (at a minimum) not counteracting progression towards important societal goals, such as the UN SDGs.

Dr. Christina Kleinau ist Gründerin des Unternehmens „TiMMiTransport“ und hat im Fach Wirtschaftsethik an der HLL Leipzig Graduate School of Management promoviert.

Literatur

Fama, E. F. (1965). The Behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34–105.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25, 383–417.

Gorton, G. & Winton, A. (2002). Financial intermediation. National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 8928. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w8928>

Hirshleifer, J., Glazer, A., & Hirshleifer, D. A. (2005). *Price theory and applications* (Seventh edition). Cambridge, UK, New York, USA: Cambridge University Press.

¹ See, for example, the data from the Bank for International Settlements Triennial Central Bank Survey on the “size and structure of global OTC trading in FX and interest rate derivatives markets” (Schimpf 2016), which shows that algorithmic trading constituted approx. 30% of EBS market trades in 2007, as compared to 70% in 2013 (ibid.).

Koslowski, P. (2012). *The ethics of banking: Conclusions from the financial crisis*. Dordrecht: Springer.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. doi:10.2307/1924119

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. doi:10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768–783. doi:10.2307/1910098

Schrimpf, A. (2016). The BIS Triennial Central Bank Survey, available online at: <http://www.nber.org/data/international-finance/Andreas.pdf>, accessed 14.04.2018.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. doi:10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x

Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1995). *Investments* (Fifth edition). Englewood Cliffs, USA: Prentice Hall.

Treynor, J. (1999). Toward a theory of market value of risky assets. In R. A. Korajczyk (Ed.), *Asset pricing and portfolio performance. Models, strategy, and performance metrics* (pp. 15–22). London, UK: Risk Books.

Xetra (2018). Volatility Interruption during continuous trading, available online at: <http://www.xetra.com/xetra-en/trading/protective-mechanisms/protective-mechanisms-in-continuous-trading>, accessed 14.04.2018.

Gefährden die politischen Reaktionen auf die Finanzkrise die Stabilität demokratischer Ordnungen?

Finanzkrise und politische Krise: Griechenland und Irland im Vergleich

Isabel Kusche

Unter den Staaten, die von der globalen Finanzkrise am stärksten betroffen waren, stellen Griechenland und Irland kontrastierende Fälle dar. Griechenland musste ab 2010 mit EU und IWF drei aufeinander folgende Hilfsprogramme zur Stützung seines Staatshaushaltes vereinbaren, die zunehmend härtere Sparmaßnahmen mit sich brachten. Die offensichtlichsten Indikatoren politischer Instabilität waren zahlreiche Neuwahlen, der Aufstieg einer rechtsradikalen Partei und 2015 die Bildung einer Regierungskoalition, in der zwei vor der Krise bedeutungslose Parteien zusammenarbeiten, die an entgegengesetzten Enden des politischen Spektrums angesiedelt sind und populistische Tendenzen aufweisen. Irland konnte dagegen Ende 2013 das zwei Jahre zuvor vereinbarte Hilfsprogramm abschließen. Die politischen Verwerfungen in dieser Zeit und danach waren begrenzt; es gab weder eine Häufung von allgemeinen Wahlen noch forderte eine starke populistische Bewegung das etablierte politische System grundsätzlich heraus.

Für die so unterschiedlichen Krisenverläufe lassen sich einige naheliegende Ursachen benennen, die mit den anders gelagerten ökonomisch-fiskalischen Hintergründen der Staatsschuldenproblematik in den beiden Ländern sowie den unterschiedlich harschen sozialen Folgen der Krise für weite Teile der jeweiligen Bevölkerung zu tun haben. In meinem Vortrag möchte ich mich aber auf Ursachen konzentrieren, die in den vor der Krise etablierten Mustern des politischen Wettbewerbes und damit in der Funktionsweise demokratischer Politik selbst liegen. Sie weist in beiden Ländern Eigenheiten auf, die mit einem ausgeprägten Partikularismus im Verhältnis von Politiker*innen und Wähler*innen zusammenhängen. In Irland schlug sich Partikularismus im starken Fokus von Abgeordneten auf Wahlkreisarbeit nieder, in Griechenland in Form von klientelistischen Strukturen. Diese zentralen Züge des politischen Wettbewerbs sind von den Folgen der mit den Hilfsprogrammen verbundenen Sparpolitik in unterschiedlichem Maße betroffen gewesen. Dieser Unterschied liefert – so meine erste These – einen wesentlichen Beitrag zur Erklärung der auch in den Krisenjahren relativ stabilen politischen Situation in Irland einerseits und der politischen Instabilität in Griechenland andererseits.

Zweitens sehen wir heute, eine Dekade nach Ausbruch der Finanzkrise, wie sich in beiden Ländern grundlegende Muster des demokratischen Wettbewerbs unter veränderten Rahmenbedingungen reproduzieren. In Irland setzt sich die starke Betonung der Wahlkreisarbeit fort. In Griechenland zeigen sich Ansätze, Wählerinnen und Wähler durch das Versprechen direkter Vorteile zu binden, auch wenn diese angesichts des eng begrenzten fiskalischen Spielraums bescheiden ausfallen. Sie sind flankiert von einer populistischen Rhetorik, die ebenfalls an frühere Zeiten, insbesondere die 1980er Jahre erinnert.

Trotz der Zäsur der Finanzkrise lassen sich also in beiden Fällen überraschende Kontinuitäten der Muster demokratischer Politik ausmachen. Daraus ergibt sich drittens als übergreifende Schlussfolgerung, dass das Gefährdungspotential der globalen Finanzkrise für die Stabilität von Demokratie von politischen Faktoren abhing, die bereits vor der Krise die demokratische Gestaltungsfähigkeit limitiert haben. Ihre Prägekraft lässt sich auch daran erkennen, dass sie sich über die Krise hinweg als relativ stabil erwiesen haben.

Der Vortrag beruht auf Forschungsergebnissen des Projektes „Non-programmatic Politics in Times of Fiscal Crisis“, an dem ich seit Oktober 2015 am Aarhus Institute of Advanced Studies arbeite.

Prof. Dr. Isabel Kusche ist Professorin am Aarhus Institute of Advanced Studies und an der Aarhus University. Ihre Arbeit am Projekt „Non-programmatic Politics in Times of Fiscal Crisis“ wird durch das Marie Curie-COFUND Programm finanziert.

Wer erklärt wie die Finanzkrise? Finanzmarktöffentlichkeit zwischen Krisenunterhaltung, Beratung, marktradikalen und verschwörungstheoretischen Erzählungen

Silke Ötsch

Nach der Finanzkrise wurden hohe Erwartungen in die Zivilgesellschaft und ihr Wirken gesetzt, die - im Gegensatz zu vielen Wissenschaftler*innen – vor der Finanzkrise gewarnt hatte. Es wurde angenommen, dass Verlierer*innen des Systems ihre Benachteiligung stärker wahrnehmen und dagegen angehen würden, dass wirtschaftstheoretische Paradigmen wie der Glaube an das Gleichgewicht des Marktes erschüttert seien und dass ein gesamtgesellschaftlicher Lerneffekt einsetzt, der zu Korrekturen des Systems führt. Mittlerweile liegen mehr wissenschaftliche Arbeiten vor, die Analysen der kritischen Zivilgesellschaft bestätigen – beispielsweise die Aussagen, dass Finanzmärkte stärker kontrolliert werden müssen, internationale Koordination vorteilhaft wäre oder dass Ungleichheit Krisen auslöst und Wachstum hemmt. Politische Parteien und Soziale Bewegungen, die sich für derartige Ziele einsetzen haben jedoch wenig Zulauf, während nationalistische und wirtschaftsliberale Kräfte gewinnen.

Eine aktuelle Debatte dreht sich um die Ursachen des Rechtsrucks. Wenngleich kein Konsens besteht, welche Faktoren den aktuellen Rechtsruck erklären, kann angenommen werden, dass politische Akteur*innen aus Deutungen der Finanzkrise entscheidende Rechtfertigung für ihre Agenda ableiten. Debatten in den sozialen Medien vermitteln den Eindruck, dass Organisationen, die sich für eine Kontrolle von Finanzsystemen einsetzen, wenig rezipiert werden. Das trifft auch auf die Mehrheit der Wissenschaftler*innen zu. Personen, die sich als Gegner*innen des Systems von rechts positionieren – als AfD-nahe Intellektuelle, Sprecher*innen und Blogger*innen der Neuen Rechten (z.B. Max Otte, die Wissensmanufaktur; Goldseitenblog, der “Silberjunge”) – scheinen hingegen ihre Präsenz auszubauen.

Dieser Beitrag untersucht, ob dieser Eindruck zutrifft: Welche Akteur*innen erklären die Finanzkrise in welcher Art? Welche Rechtfertigungen und Schlüsse leiten sie aus ihrer Interpretation ab? Er analysiert erstens welche Arten von Webseiten auf der Suchmaschine Google (anonymisiert über “Startpage”) unter dem Stichwort “Finanzkrise” in Deutschland und Österreich gelistet sind, welche Organisationen und Arten von Intellektuellen die Krise erklären. Zweitens wird die Analyse für Videos auf der Plattform “YouTube” vorgenommen und drittens für Bücher, die unter Amazon “Topsellers” gelistet sind. Die wichtigsten Beiträge werden hinsichtlich von Krisendiagnosen und ggf. abgeleiteten Handlungsanweisungen untersucht.

Die Ergebnisse zeigen, dass Personen mit Praxisbezug zu Finanzmärkten oder der Wirtschaft häufig die Rolle von “organischen Intellektuellen” einnehmen, und zwar (ehemalige) Berater, Banker oder Investoren (v.a. George Soros) und Journalist*innen. Daneben finden sich Blogger*innen, die Finanzmärkte “von-Mensch-zu-Mensch” erklären und Wissenschaftler*innen. Inhalte zur Finanzkrise auf der Videoplattform Youtube werden in erster Linie von Kabarettisten bedient, in zweiter Linie von Expert*innen, wobei Bekanntheitsgrad und rhetorische Qualitäten ausschlaggebend zu sein scheinen. Es findet sich eine größere Anzahl von Filmen mit verschwörungstheoretischen, antisemitischen und marktradikalen Inhalten. Das gilt ebenso für die Amazon-Topseller unter Büchern zur Finanzkrise. Bei der Suchmaschinenabfrage ist hingegen die Tages- und Wochenpresse, Nachrichtenportale und die Wirtschaftspresse hoch gelistet.

Die inhaltliche Betrachtung zeigt, dass das dominierende Erklärungsmodell Gier/Charakterschwäche ist, neben der Verschwörung, dem Markt- und zugleich dem Staatsversagen. Verschiedene journalistische Beiträge ziehen beliebige, nicht aus dem Inhalt hervorgehende Schlussfolgerungen. Äußerungen von Personen aus der Wirtschaft werden unkritisch als gesetzt betrachtet. Theoretische Erklärungen werden häufig im Kontext marktliberaler Positionen benutzt (z.B. bezogen auf Geldpolitik und Staatsversagen). Dazu kommt, dass der Unterhaltungswert der Beiträge eine wichtige Rolle spielt.

Angesichts der in der untersuchten Öffentlichkeit dominierenden Darstellungen der Finanzkrise ist wenig verwunderlich, wenn postfaktische politische Lösungsansätze verfolgt werden.

PD Dr. Silke Ötsch habilitierte im Fach Soziologie an der Fakultät für Soziale und Politische Wissenschaften der Universität Innsbruck und lehrt dort schwerpunktmäßig „Markt, Staat, soziale Institutionen“.

Das Konferenzpaper ist auf der Internetseite von Frau Ötsch zu finden:
<http://silke-oetsch.net/publikationen>.

Welche Bedeutung haben die Bedarfe der Realwirtschaft für die Entwicklung von Bankensystemen?

From secret of success to victim of success? German banks and the export-led growth model

Benjamin Braun, Richard Deeg

Introduction

In the comparative political economy literature, Germany has long been viewed as a paradigm of coordinated capitalism thriving on the export of advanced manufactured goods. Central to this model was the close relationship between banks and the export-oriented sectors of the economy in which banks lent extensively while simultaneously holding shares and controlling votes in many large enterprises. This close relationship was understood to facilitate the long-term investment by firms in workforce skills and product innovation that is the foundation of export success. The dominant characterization of the German model stems from the varieties-of-capitalism (VoC) approach which focuses on the complementarities between different types of financial systems and other economic institutions. It has been a key weakness of this approach, however, that it could not account for dynamic, out-of-equilibrium developments (Streeck 2009): There is no law by which the business activities and interactions of economic actors automatically create complementarity between sectors and institutions, especially not in the short run. In the case of Germany, we will argue, the long-heralded centrality of banks in supporting the corporate sector, export sectors in particular, no longer prevails as it once did. While this transformation has received notable empirical attention, the VoC literature has failed to fully capture and theorize this development.

At the same time as the role of banks in financing German corporations has declined, German export growth doubled from just under 20% of GDP in the early 1990s to more than 40% of GDP by 2007 (Baccaro and Pontusson 2016, 14). This observation raises puzzling questions about the connection between export growth and the financial system. The new literature on growth models, which brings macroeconomics and aggregate demand back into comparative political economy, explains this explosion of exports as the result of wage restraint and the suppression of domestic consumption. The combination of low real wages and low consumer debt reduces pressure on domestic prices, thus boosting firms' price competitiveness (Stockhammer 2016; Baccaro and Pontusson 2016; Stockhammer, Durand, and List 2016; Regan 2017; Johnston and Regan 2016). Like VoC, this literature still emphasizes complementarity over conflict, and the financial sector enters the analysis only in the case of a debt-financed, consumption-led growth model, illustrated by the UK. As for the export-oriented growth model, the interaction between the financial and the non-financial sector has not featured in the analysis.

This paper seeks to fill this gap by analyzing the relationship between the financial sector and non-financial corporations in Germany since the early 1990s. Our analysis covers both of the main sources of external capital, banks and shareholders. Regarding the banking sector, we argue that both VoC and growth model literatures have failed to recognize the negative feedback effects that the dramatic expansion of German exports has had on the banking system. The case is one of unintended "collateral damage:" the export-oriented growth model of the past two decades has undercut banks' erstwhile hegemonic position in the German economy by enabling non-financial corporations to increasingly finance investment from retained profits, and even to accumulate substantial savings, thus turning the non-financial sector into a net lender to the rest of the economy.

In principle, this lowers firms' dependence on external finance of any kind – not only loans, but also equity. Accordingly, the stock market has not been a significant source of net financing to German non-financial corporations, mirroring a more general trend across OECD countries. Yet shareholders enjoy statutory rights, giving them power regardless of corporations' financial dependence, and thus the ability to extract profits rather than reinvest. Despite the trends toward foreign and dispersed share ownership – and the oft-noted dissolution of the 'Deutschland AG' – the ability of large German corporations to self-finance their export-oriented strategies has not changed substantially. We argue this is the case because much of foreign share ownership is by long-term investors, such as sovereign wealth funds, or by large, fully diversified institutional shareholders investing long term through index funds. This, together with the continued prevalence of domestic blockholdings, has preserved the ability of German non-financial corporations to retain profits rather than paying them out to short term-oriented shareholders through dividends or buybacks.

The paper proceeds as follows. The first section will briefly review the literatures on corporate finance and on growth models. The second section will present comparative data on non-financial corporations (NFCs) in order to establish that German NFCs have been highly profitable, have had uniquely low levels of debt, and have become net lenders to the economy that have amassed considerable net-financial wealth. The third section will delve deeper into data on the liabilities of NFCs and on the assets of the banking sector, showing that bank lending to German businesses has actually declined as a share of GDP and, in the case of the manufacturing sector, even in absolute terms. The fourth section will focus on the other major source of the external finance, the stock market. Focusing on investment strategies rather than broad categories of investors, we will argue that, on balance, shareholders in Germany have remained fairly 'patient' – something long considered essential to the German model. The final section concludes.

1. Corporate finance in comparative political economy: Supply of and demand for capital

Firms depend on finance to carry out their activities. For larger companies, the three main external financing instruments are loans, bonds, and shares.¹ The counterparties associated with these instruments vary over time. Loans are still mostly made by banks (but non-bank lenders are on the rise) while bonds and shares are held by a diverse and evolving set of domestic and international investors. The power of these financiers over NFCs resides in their ability (a) to (threaten to) discontinue financing relationships² or (b) to leverage their investment to engage directly with NFC management. In principle, these two basic options of exit and voice, in Hirschman's terms, are open to bank lenders, bondholders, and shareholders alike. As holds true more generally, the distribution of power influences prices, and thus the distribution of value added between financiers and producers.

In general, political economists assume that financial liberalization and globalization have increased the power – and thus profitability – of finance vis-à-vis the non-financial sector (Grittersova, 2014: 363). A more systematic approach, however, needs to take into account changes in the *supply and demand* for capital and credit. On the supply side, greater concentration among providers should increase investor/creditor power. In Germany, banks used to serve as one-stop-shops for the financing needs of German NFCs, acting both as anchor investors (further leveraged through widespread proxy voting) and as lenders. Enabling banks to overcome the information asymmetries that 'outside' investors and creditors have to grapple with, this configuration gave banks considerable power in the German political economy. The demand side, however, is equally important. Investor/creditor power varies with the degree to which NFCs depend on any of the three funding sources. High dependence on bank loans should increase the power of banks. High substitutability between bank borrowing and bond issuance, by contrast, should decrease bank power. More generally, high profitability makes

¹ In addition to bank loans, smaller enterprises also rely extensively on credit lines and leasing contracts

² The decisive lever is the threat to withhold financing in the future. If a financing relationship already exists, power is exerted via the threat of 'exit', in Hirschman's terminology.

NFCs less dependent on external financing. Thus, German banks were at their most dominant at the very beginning of the 20th century and for the four postwar decades, before increased access to capital markets and profitability contributed to a relative ‘decline of the market power of the banks over industry’ (Zysman 1983, 263; Deeg 1999).

As the primary nexus between the financial and the non-financial sector, corporate finance has long occupied a central place in comparative political economy. Most importantly, the varieties-of-capitalism (VoC) approach has emphasised the complementarities between different corporate finance institutions and other parts of the economy (Hall and Soskice 2001; Amable 2003). In liberal market economies (LMEs), market-based finance dominates and power is concentrated in shareholders (and, to a lesser extent, bondholders). In coordinated market economies (CMEs), bankbased finance used to prevail, and banks accumulated additional power via strategic blockholdings in highly concentrated ownership networks. Based on this typology, the VoC approach emphasized the complementarity between Germany’s bank-based financial system and its manufacturing-focused growth model. Most importantly, the former provided the patient capital that allowed German firms to pursue long-term strategies and engage in incremental innovation (in conjunction with labour market and vocational training institutions, among others) (Deeg 1999; Vitols 2001).

Since the VoC was first established, however, both the financial and the non-financial sectors have changed dramatically – to the point where ‘coordinated market economy’ may no longer capture the essence of former CMEs such as Germany. In the *financial sector*, both the capital investment chain and business lending have been transformed. Regarding the former, a large literature has documented the dissolution of ownership networks, the entry of US and UK institutional investors into the stock markets of countries such as France, Germany, and Italy, and thus the internationalization and marketization of domestic stock markets (Deeg 2009; Culpepper 2005; Beyer and Höpner 2003; Deeg 2005). Regarding business lending, the notion that European ‘bank-based’ financial systems were dominated by traditional, relationship-based banking has been challenged by the work of Hardie et al. (2013b, 2013a). In the years running up to the 2008 financial crisis, the activities of commercial banks partly shifted from traditional, relationship-based banking to ‘market-based banking’, defined as securitized lending and wholesale money-market borrowing.

The *non-financial sector*, too, has changed in formerly coordinated market economies. In Germany, several institutional developments created what has recently been analysed as a textbook-case of an export-led growth model (Stockhammer 2016; Baccaro and Pontusson 2016; Stockhammer, Durand, and List 2016; Regan 2017; Johnston and Regan 2016). This export orientation was not fully reflected in the microeconomic, supply side-centric varieties-of-capitalism framework. The growth model framework, which centres on macroeconomics and aggregate demand, suggests that Germany has pivoted over the past two decades from balanced growth – with both consumption and exports contributing to demand growth – to a pure export-led growth model, i.e., exports are the primary source of demand growth. Research on the institutional underpinnings of Germany’s export-oriented growth model has focused mainly on Germany’s capacity for wage coordination and wage-growth suppression, which, in the context of the fixed-exchange rate regime of the euro area, has delivered a significant competitive advantage to Germany (Hall 2017; Höpner and Lutter 2017; Johnston, Hancké, and Pant 2014; Baccaro and Benassi 2017; Hassel 2014; Scharpf 2018; Palier and Thelen 2010). Other factors, notably fiscal federalism and the financing structure of social security, have further contributed to German export competitiveness (Hassel 2017). In addition to these institutional factors, corporate services, such as food and cleaning, have been outsourced by German firms on a very large scale, especially since the 1990s. Outsourcing has been found to reduce the wages of service workers by around 10 per cent (Goldschmidt and Schmieder 2017).

In sum, both developments in the financial sector and developments in the real economy have received significant attention in political economy literature on Germany. The same cannot be said, however, for the *interaction* between those developments. What, if anything, did the financial sector have to do with the intensification of the export-led growth model? And what, if any, have been the feedback

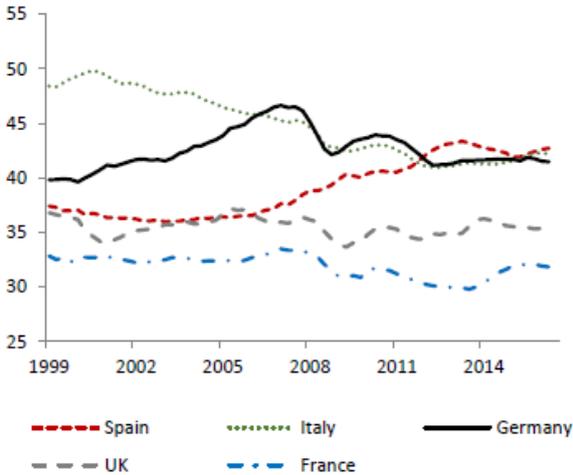
effects from export-led growth on the financial sector? While the literature emphasizes that the credit-financed consumption-led growth model, exemplified by the UK, ‘presupposes the existence of a large financial sector’ (Baccaro and Pontusson 2016, 186), the financial side of the export-led model, exemplified by Germany, has largely been neglected.³ The remainder of this paper seeks to fill this gap, focusing on banks (lenders) and on shareholders (investors), respectively.

2. External finance in an export-led growth model: Weak domestic demand

How much power banks wield vis-à-vis NFCs depends in part on how much the latter depend on the credit provided by the former. Other things being equal, higher demand from borrowers pushes up the price of credit, improves the profitability of lending, and thereby increases the power of banks. Conversely, a higher ratio of self-financing should reduce the price of credit and the power of lenders. It is here, we argue, that Germany’s export-oriented growth model has had a material impact on the distribution of power between the financial and the non-financial sectors. This section presents comparative data to establish four closely connected empirical observations: the high profit share of German non-financial corporations, their low debt level, their high rate of internal financing, and their firmly established position as net lenders to the economy.

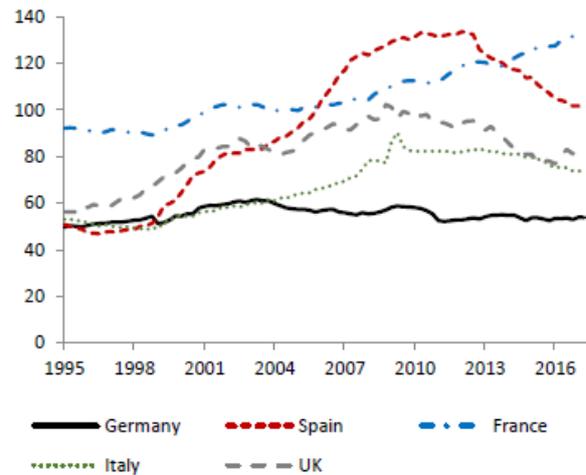
The suppression of wage growth, relative to productivity growth, is a key element of Germany’s export-led growth model. Wages have kept up with productivity relatively well for high-value added jobs in the manufacturing sector, but have failed to keep up even with inflation in the service sector and in the public sector (Baccaro and Benassi 2017; Baccaro and Pontusson 2016). To the extent that wage suppression does not translate into lower prices, it raises corporate profits. Figure 1 shows that German corporate profits were on a steep upward trajectory prior to the financial crisis, and, after a post-crisis dip, have since been flat. Over the past two decades, the gross profit share of German NFCs has been about ten percentage points higher in Germany than in France, and seven percentage points higher than in the UK. Unlike Spain, where the recent rise in the corporate profit share has coincided with mass unemployment and falling wages (Bundesbank 2018, 62), Germany has sustained high corporate profits in a macroeconomic environment of stable economic growth and steadily falling unemployment rates.

Figure 1: NFC gross profit share, % of GDP, 1999-2016



Note: Four-quarter moving average.
Source: Eurostat.

Figure 2: Total borrowing by NFCs, % of GDP, 1995-2017

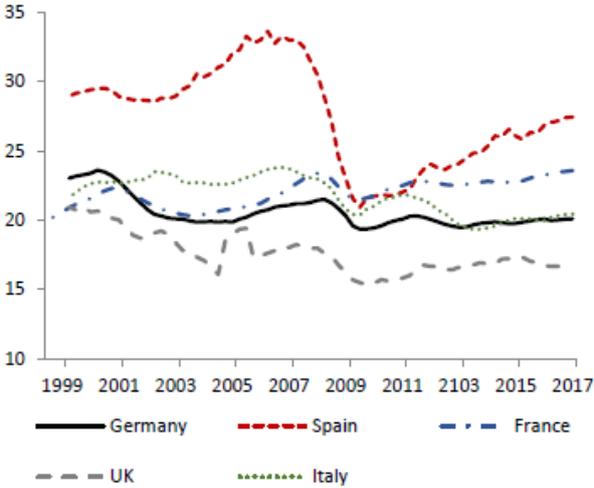


Note: Total borrowing includes loans and debt securities.
Source: BIS total credit statistics.

³ For a discussion of the financial conditions that enable the asymmetric distribution of growth models between European countries, see Fuller (2018).

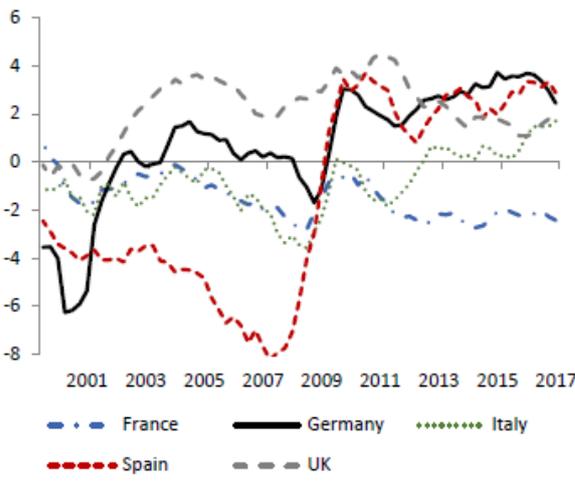
The second observation concerns the volume of borrowing by non-financial corporations, depicted in *Figure 2*. As can be expected, the image is reversed – high historical profit shares in Germany are associated with low levels of NFC debt, while relatively lower profits shares in France are associated with steadily rising debt levels. What is most remarkable, however, is that Germany, Italy, Spain, and the UK started off in the same place, with NFC borrowing at around 55 per cent of GDP in 1995. However, corporate debt levels rose significantly during the 2000s in Italy, Spain, France and the UK, while remaining virtually flat in Germany, which clearly is the outlier on this measure.

Figure 3: Gross fixed capital formation by NFCs, % of NFC gross value added, 1999-2017



Source: ECB.

Figure 4: NFC net lending (pos.) / net borrowing (neg.), % of GDP, 1999-2017

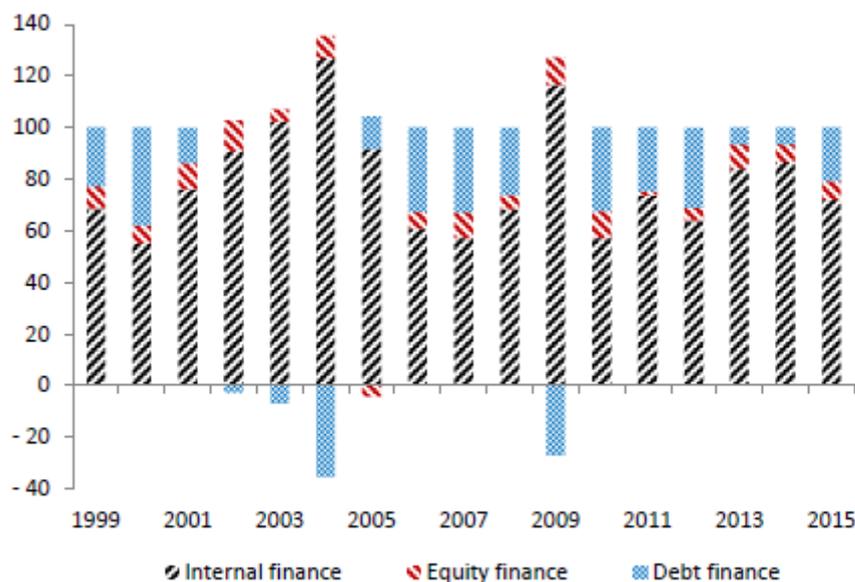


Note: Four-quarter moving average.
Source: ECB, authors' calculations.

Third, and most importantly, high profitability and low debt levels imply a high rate of self-financing of German NFCs. That rate grew from the early 1970s (Deeg 1999, 86) and, as shown in Figure 5, has remained high since 1999. Note that the mild ups and downs of the black line in Figure 2, which indicate total borrowing by German NFCs, reflect the fluctuations of debt financing in NFCs' financing mix, depicted in Figure 5. The episodes of deleveraging among German corporations in 2004 and 2009 show up in Figure 2 as periods of declining total borrowing. It is also evident from Figure 5 that stock markets are not a major source of financing for German corporations (see section 4 below). Where does that leave corporate investment? Gross fixed capital formation – measured as a share gross value added, for comparability – has trended down in Germany since the late 1990s, coinciding with a significant rise in exports. Thus, high profits are not being turned to increased capital investment by NFCs.

To sum up, corporate profits and rates of internal financing have been consistently high in Germany, while corporate debt levels have remained uniquely subdued. Together, these factors accentuate the fourth observation, depicted in Figure 4: the shift of the corporate sector from being a net-borrower from the rest of the economy to acting as a source of net-lending. This shift has occurred in many economies in the past decade (Chen, Karabarbounis, and Neiman 2017; Glötzl and Rezaei 2018). The jury remains out, however, on the precise nature of that net wealth. The most detailed empirical work, conducted for the US case, points towards FDI, goodwill and equity in subsidiaries rather than purely financial investments as the main components of the statistical aggregate of corporate-sector saving (Rabinovich 2018). This question notwithstanding, however, the shift from net-borrowing to net-lending should be expected to have a visible effect on the banking sector.

Figure 5: Sources of new financing of German NFCs, % of the inflow of funds, 1999-2015



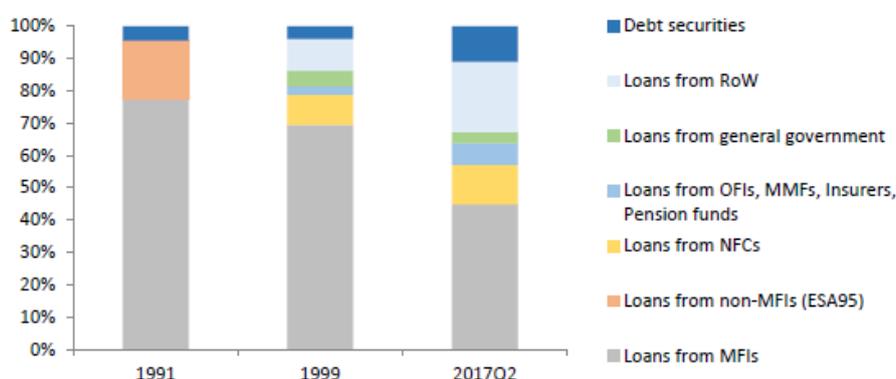
Source: Bundesbank.

3. Bank lending to non-financial corporations: Shrinking slice of a shrinking pie

Newly compiled long-term, cross-country datasets on bank balance sheets have shown a dramatic shift from business lending to lending to households, primarily in the form of mortgage lending (Jordà, Schularick, and Taylor 2016; Bezemer, Samarina, and Zhang 2017). Nevertheless, business lending has, of course, remained an important component of banks' activity. This raises an important question: What are the effects on bank profitability of a macroeconomic context in which non-financial corporations act as net lenders to the rest of the economy? While the literature on market-based banking has rightly pointed to an increase in fee-based activities, it has not renewed engagement with the role of banks in corporate finance. Meanwhile, the nascent growth-model literature has mostly focused on wage dynamics and on the sources of aggregate demand. This section zooms in on the data on bank lending in Germany, documenting its falling share in *total* domestic lending to non-financial corporations, as well as the changing *composition* of bank lending to NFCs.

As shown in Figure 2, the GDP share of borrowing by German NFCs has been flat for the past two decades. On top of that lack of growth in business lending, German banks have faced increasing competition. Figure 6 shows the structure of NFCs' outstanding debt liabilities since 1991, including borrowing from monetary financial institutions (MFIs), but also borrowing from non-monetary financial institutions (non-MFIs) as well as debt securities. The share of bank lending in total NFC debt has declined from 75 per cent to 50 per cent. (The full structure of all liabilities, including equity, is shown in the table beneath Figure 6: Bank lending as a share of *total* NFC liabilities has declined from 28 per cent to 15 per cent.) In other words, of every euro German non-financial corporations borrow, only 50 cents are borrowed from German banks. The remaining 50 per cent come from debt securities, the rest of the world (a category that includes foreign banks) and from loans extended by domestic non-banks: other non-financial corporations, institutional investors and asset managers, and the government.

Figure 6: Structure of outstanding debt liabilities of non-financial corporations, 1991-2017, % of total



Note: Only debt liabilities are shown. The following table shows the share of *all* outstanding liabilities.

| | Shares & other equity | Pension & insurance reserves | Derivatives & stock options | Other accounts payable | Debt securities | Loans from MFIs | Loans from non-MFIs |
|------|-----------------------|------------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------|-----------------|---------------------|
| 1991 | 0,29 | 0,06 | 0,00 | 0,26 | 0,02 | 0,28 | 0,07 |
| 2017 | 0,49 | 0,04 | 0,01 | 0,17 | 0,03 | 0,15 | 0,15 |

Source: Bundesbank; BIS Long series on total credit

While the shrinking of bank lending relative to other sources of NFC credit would be bad enough for the banking sector, only the next level of granularity – the *sectoral distribution* and the *composition* of bank lending – reveals the full extent of bank retrenchment. The sectoral distribution of nominal bank lending is indicated by the red squares in Figure 7. They show that while the total value of bank lending to the service sector increased by more than 50 per cent between 1993 and 2017, bank lending to the manufacturing sector *decreased* by 11 percent. Thus, the share of manufacturing loans in total NFC lending by banks declined from 24 to 15.5 percent during the same period, even as the manufacturing share of GDP remained largely stable. In sum, while total business lending has shrunk as a share of GDP, lending to the manufacturing sector has even shrunk in absolute terms.

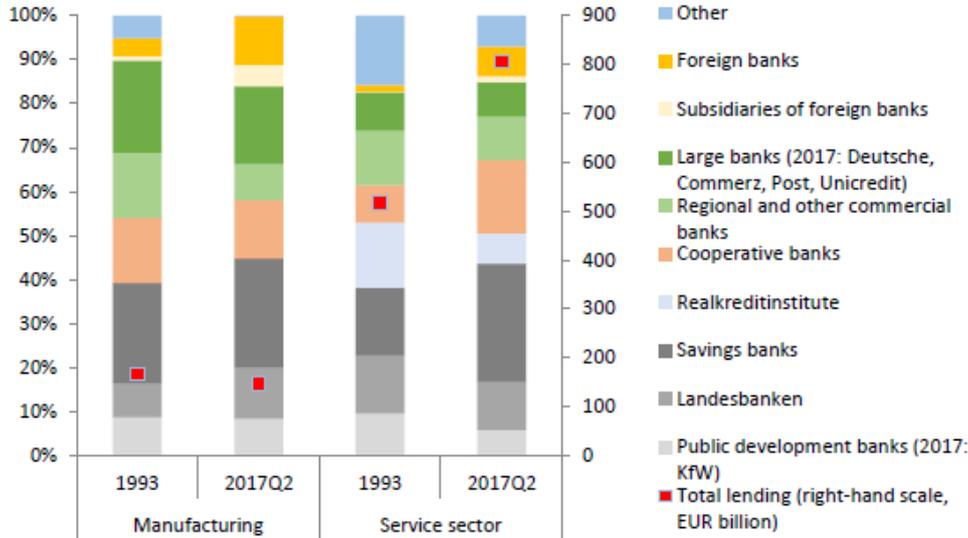
Beside the absolute amount, the composition of bank lending has also changed since 1993. Cooperative banks have held their ground in the manufacturing sector and have expanded significantly in the service sector. The commercial banks (green bars in Figure 7), by contrast, have seen their share in lending to manufacturing firms fall from a combined 36 per cent in 1993 to 26 per cent in 2017.⁴ This represents a shrinking slice of a shrinking pie. The grey-shaded areas in Figure 7 represent public, government-owned banks: *Sparkassen*, *Landesbanken* and the *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, or *KfW* (owned by municipalities, state governments, and the federal government, respectively). In contrast to commercial banks, public banks have significantly increased their share in total lending – in the manufacturing sector mostly due to the *Landesbanken*, in the service sector mostly due to the savings banks.

The KfW, which has long focused on promoting German exports, has also expanded its role in NFC finance along with the intensification of the German export model (Naqvi, Henow, and Chang 2018). Until the 1980s, the KfW's assets and total lending commitments ranged between 0.5% and 1% of GDP. The KfW financed itself largely with funds drawn directly from the Ministry of Finance and focused on export finance for German industry and lending in strategic sectors. Beginning in the 1980s, and especially thereafter, as a result of increased restrictions from the EU, the KfW shifted its

⁴ Consistent with the more international orientation of manufacturing firms, which account for the bulk of German exports, these firms have increased their borrowing from foreign banks and subsidiaries of foreign banks. Cross-border banking has been greatly facilitated by European financial integration since the early 1990s.

funding sources to the domestic and international markets. Given its state guarantees, the KfW has top credit ratings and can borrow at the lowest rates. The shift to market-based funding enabled the KfW to expand its lending and balance sheet by around 2% of GDP – thus moving to a range of 2.5% to 3% of GDP by 2005 (KfW). The success of Airbus and the dramatic expansion of renewable energy industry in Germany (which has become an important export sector), for example, are practically unimaginable without the large-scale funding from the KfW.

Figure 7: Bank lending to domestic non-financial corporations, by type of bank, 1993 & 2017, % of total (LHS); total lending in EUR billion (RHS)



Source: Bundesbank

In sum, the data presented in this section shows that decreased demand from non-financial corporations for external financing has strongly impacted the German banking sector, which in addition has faced increasing competition from non-banks and from foreign banks. The developments described continue long-standing trends: in the 1980s, tax changes encouraged firms to rely more on internal financing, while in the 1990s regulatory changes, especially at the European level, facilitated capital market financing as well as international borrowing (Deeg 1999). These trends gained further momentum after the introduction of the euro and the associated consolidation of the export-led growth model. Like their peers in other advanced economies, German non-financial corporations have become net-lenders to the economy, quadrupling their net-financial wealth as a share of value added since 2002. Chronically low interest rates and stricter requirements for regulatory capital under Basel III may have further diminished the profitability of business lending for banks. The squeeze has been felt particularly by commercial banks, which today account for only one fourth of bank lending to manufacturing firms.

Together, these developments cast strong doubt on the assumption of the complementarity between German banking and export manufacturing sectors as essential, or even central, to the German model. Firms’ need for bank borrowing is diminished and banks need to find borrowers abroad (Mertens 2017). To the extent that it rested on NFCs’ dependence on bank lending and bank equity in NFCs, the power of banks in the German political economy would appear to have diminished. But if banks are no longer important drivers of the manufacturing sector, and if German NFCs rely increasingly on internal finance, then other insiders – management and large shareholders – have arguably gained greater autonomy and power over NFCs and their strategic direction. The following section therefore turns to recent developments in the shareholder landscape and examines their compatibility with the export-led growth model.

4. Shareholders: Internationalized, empowered and supportive of export-led growth

The power of lenders over NFCs is diminished in an economy in which large corporations are essentially self-financing. Since in such an economy NFCs are also likely to depend less on the issuance of equity into the (primary) stock market, the same logic might also apply to the power of shareholders. However, the power of the existing shareholders is sustained through their ability (to threaten) to sell their shares in the secondary market and through the statutory rights shares afford their owners. These mechanisms – ‘exit’ and ‘voice’, in Hirschman’s terms – allow shareholders to exercise power over their portfolio companies regardless of their financing situation. Thus, the power of shareholders should be expected to be more resilient than the power of banks in Germany’s export-led economy not because large corporations need the stock market for financing, but because in the absence of financial dependence, shareholder rights become the ‘only game in town’ for financial influence over NFCs.

That said, comparative political economy is concerned not with shareholder power as such, but with the use to which shareholders put their power, i.e., which kinds of market strategies and management models they will support. Two decades ago, the comparative political economy literature had clear views on this question, distinguishing between two radically different types of shareholders and corporate governance systems: short-term oriented, dispersed institutional investors in shareholder value-oriented LMEs; and patient, concentrated blockholders in CMEs. Canonized by Hall and Soskice, these categories became outdated almost immediately, as ownership networks in CMEs weakened or dissolved and international institutional investors moved in (Deeg 2009; Culpepper 2005; Beyer and Höpner 2003; Deeg 2005). In addition, the customary classification of institutional investors as ‘impatient’ has been called into question by the rapid rise of index-based investment strategies which own shares so long as a firm is included in the tracked index, as well as the rise of long-term equity investors such as sovereign wealth funds (Braun 2016a; Deeg and Hardie 2016; Fichtner, Heemskerk, and Garcia-Bernardo 2017).

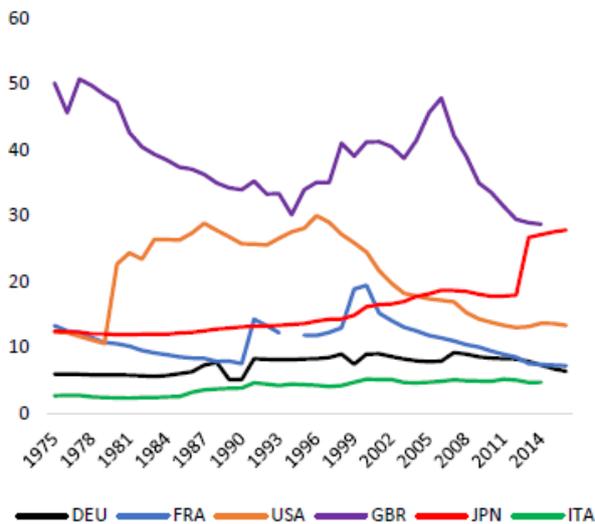
Beyond these changes, comparative political economy has not recognized the rapid pace with which the investment chain has evolved in recent years. The increasing length of investment chains complicates efforts to categorize investors as short or long-term, patient or impatient. This section therefore addresses three basic but crucial questions, ranging from the macro-level to the level of investor preferences: (1) What is the importance of the stock market in Germany today, relative to other countries? (2) Who are the dominant shareholders? (3) What are their preferences regarding the NFC business strategies and payout policies? Based on our answers to those questions, we conclude that the ownership structure and the preferences of the dominant investors are fundamentally compatible with sustaining the export-led growth model, which depends on a combination of wage-growth suppression and domestic-demand suppression.

(1) The German stock market has traditionally been small compared to other advanced economies. The two time series displayed in Figures 8 and 9 show that this has not changed in recent years. Germany has always had few listed companies, relative to its population (Figure 8). After reaching a peak in 2007, the number of listed companies per million inhabitants has since declined to 6.4, the same level as in 1975. It should be noted, however, that the fall has been even steeper in other countries, falling by more than half in the US and in France over the past two decades. These numbers are reflected in the data on market capitalization. At 50 per cent of GDP, market capitalization in Germany is lower than in most advanced economies, with the exception of Italy (Figure 9). As noted above, the stock market has effectively been irrelevant as a source of net financing for German non-financial corporations. Net share issuance, which collapsed after the bursting of the dotcom bubble in 2000, has not shown any signs of recovering under the intensified export-led growth model.

(2) The expansion of the export-led growth model has also coincided with important changes in the ownership structure of many German firms (Culpepper 2005; Beyer and Höpner 2003; Deeg 2005; Ringe 2015). At the start of the 1990s, the majority of shares in listed public companies was owned by

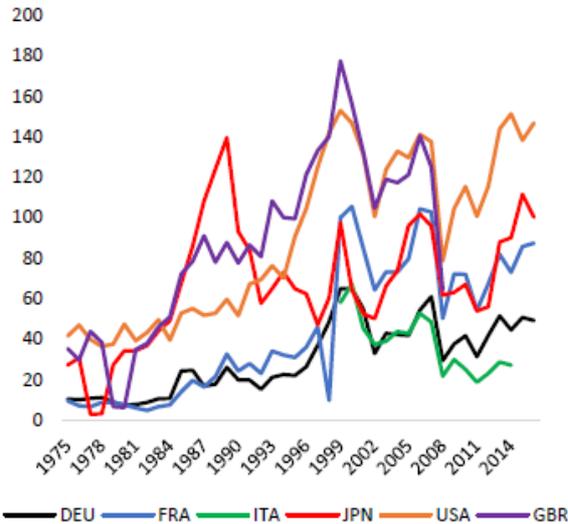
German residents, notably by NFCs (just above two-fifths) and by households (just below one-fifth) (Detzer et al. 2017, 48). By 2014, these ownership shares had dropped by half, to 18 percent for NFCs and to 12 percent for households (Bundesbank 2014, 24). Domestic shareholders sold their shares to foreigners, whose holdings of German listed equity swelled from 13 percent in 1991 to 57 percent in 2014. This dramatic internationalization of corporate ownership has been most pronounced for the largest corporations: The foreign ownership share for the 30 DAX companies was 64 percent in 2014 (Bundesbank 2014, 27). This dramatic shift in ownership of listed firms reflects the rise of both ‘traditional’ institutional investors, such as pension funds and Sovereign Wealth Funds (SWFs), and the fast-growing group of asset managers, which includes private equity, hedge funds, and the wide variety of active mutual funds, index funds and exchange-traded funds (Braun 2016a; Fichtner, Heemskerk, and Garcia-Bernardo 2017; Fichtner 2015; Goyer 2011).

Figure 8: Number of listed domestic companies per million inhabitants, 1975-2016



Source: World Bank World Development Indicators.

Figure 9: Market capitalization of listed domestic companies, % of GDP, 1975-2016



Source: World Bank World Development Indicators.

While Deutschland AG is gone, ownership remains fairly concentrated. Among the DAX 160 companies, 58 per cent still have blocking minority shareholders (Faust 2017, 13), with positive effects on these firms’ capacity to focus on long-term strategies (including R&D) that facilitate productivity gains and export competitiveness. As has long been the case, ownership structures vary along sectoral lines: Ownership is most dispersed and internationalized in the chemicals industry, with more than 60 percent of total market capitalization held by institutional investors (Höpner 2003, 309; Seldeslachts, Newham, and Banal-Estanol 2017). While that share is lowest in the domestic-oriented food, construction, and retail sectors, it is also low in the highly export-oriented car industry, where institutional investors own only 17 percent, and where two out of three carmakers continue to be controlled by domestic strategic shareholders (BMW by the Quandt family, Volkswagen by Porsche and by its home state, Lower Saxony).

(3) Despite the continuing power of large, domestic shareholders, the investor landscape in Germany has grown much more diverse. Moreover, the investment chain that connects beneficial owners and ultimate borrowers has become vastly more complicated (Kay 2012; Braun 2016b; Arjaliès et al. 2017). As a consequence, analyzing ownership structures no longer suffices – making comparative statements about corporate governance requires a much more detailed engagement with the business models and investment strategies pursued by equity owners and their asset managers (Deeg and Hardie, 2016).

Faust (2017) recently developed a useful typology for characterizing investment strategies that helps us understand how financial actors are impacting non-financial corporate strategy and governance – which connects importantly to whether these strategies entail short-term or long-term (patient) capital (the latter associated in the literature with German corporate success). Faust distinguishes three investment approaches – index or indicator-guided strategies, active or activist strategies, and control-seeking strategies.

The first category of investment strategies includes those based on movements in share or asset prices and that have no significant connection to the firm that issued the securities. This strategy includes ‘passive’ investment via index and exchange-traded funds (ETF), quantitative trading strategies, and high frequency trading. These strategies have grown significantly in Germany. By one estimate, about 20-25% of daily turnover on Deutsche Börse is attributable to high frequency trading (compared to 70% in the US); while index funds have assumed significant ownership in many of the largest German corporations such as Daimler, where 25% of shares are held by passive index funds (Faust 2017, 5-6). The investment activity and trading based on these strategies conveys little information to firm management about what its owners want them to do (in this case the reified notion of ‘the market’ as actor actually makes sense). Quantitative traders generally make no effort to affect management strategy or decisions. If they happen to hold shares at the time of the annual meeting, their votes are usually cast in line with the voting recommendation of the dominant proxy advisors (ISS and Glass Lewis).

Within this first category of investment strategy, the most consequential phenomenon has been the rise of index funds. The explosive growth of the assets under management by the ‘big three’ asset managers – in Europe, Vanguard and State Street are trailing BlackRock’s expansion – has the potential of altering the dynamics of corporate governance, and indeed of capitalism more generally (Braun 2016a; Fichtner, Heemskerk, and Garcia-Bernardo 2017). Two aspects stand out. First, index funds, which own shares so long as a firm is included in the tracked index, lack one of the two sources of shareholder power vis-à-vis company management – the ability to ‘exit’ any specific investment. Regarding the alternative, ‘voice’, index funds have long been considered passive, too. As a result of a mix of client and regulatory pressure, however, the largest index fund companies have recently assumed a more active stance vis-à-vis their US portfolio companies (Appel, Gormley, and Keim 2016). The second aspect is the combination of universal ownership and substantial minority stakes, often in the region of five per cent or more. A lively debate has arisen among economists around the potentially anti-competitive effects of such “common ownership” (Antón et al. 2018; Azar, Schmalz, and Tecu 2017; Elhauge 2016; Newham, Seldeslachts, and Banal-Estanol 2018). The intuition behind the hypothesis is that for shareholders invested in *all* major firms in any given sector – say airlines, or banks – have an interest in limited competition, in the form of oligopolistic price setting. Although the situation is arguably unprecedented in the history of capitalism – investors were simply not large enough to be fully diversified (owning all stocks in an index) while at the same time holding large individual stakes – it nevertheless shows important structural similarities with the former *Deutschland AG*. There, the dominant banks, seeking to minimize the risk of creditor default, used their central position in the corporate network to regulate and limit competition among German firms, thus creating a functional equivalent to the cartels of the pre-war period (Beyer 2003; Windolf and Beyer 1997). Whether common ownership by index fund companies can bring about similar anti-competitive effects remains to be seen. Recent evidence of large-scale collusion in the car industry, uncovered by US regulators in the context of Volkswagen’s ‘diesel scandal’, suggests that, at a minimum, the hypothesis should not be rejected out of hand.

Faust’s second type of investment strategy seeks to outperform average market returns through active investment, that is, by buying and selling based on the analysis of individual firms’ performance potential (Faust 2017, 8-15). Actively managed mutual funds, whether looking for short-term, event-driven gains or holding for longer periods, fall into this category, as do activist hedge funds. The investment time horizon and efforts to engage or influence management vary widely within this category. Investors in this category regularly analyze corporate information where they are invested,

but are more inclined to choose the exit option, rather than voice, when the firm's development does not meet expectations or when the original investment goal is accomplished. The obvious exception here are the activist hedge funds who seek to affect the firm in significant ways (gaining board seats, forcing greater dividends, restructuring and sometimes engineering a takeover that pays shareholders a premium), generally in order to extract value within a relatively short period of time and then exiting. Despite the frequent attention they often garner, activist hedge funds have played a comparatively small role in the German investment landscape. Fichtner (2015) studied 170 listed German companies from 1999 to 2010 and found only 11 instances in which one of them became the target of an activist hedge fund. Other studies show similarly low levels (Goyer 2011). Investor activism in Germany is hampered by corporate governance rules that favor management and empower labor, as well as by the persistently high number of blocking minority shareholders who make it difficult for a hedge fund to build a coalition against management (Faust 2017, 13). Partly as a result, hostile takeovers have remained virtually absent in Germany – of 308 M&A deals completed between 1981 and 2010, only 5 were hostile (Mager and Meyer-Fackler 2017).

The third investment strategy encompasses investors who seek strategic control over a firm. These are typically anchor investors controlling 25% or more of the firm's shares which enables them to exercise control, or at least hold off other investors from exercising control and greater influence. They are long-term, patient investors seeking more than a financial gain from the investment. As noted above, 58% of listed DAX 160 firms in 2014 had an anchor investor with a blocking minority (25% or more) and 33% had an anchor investor with more than 50% of shares (Faust 2017, 18). Although this is a significant drop from the 1990s, when some 85% had an anchor investor, it is still quite high in comparative terms. A large portion of these investors are families (Lehrer and Celo 2016), followed by other German non-financial firms. In the last decade a number of Sovereign Wealth Funds have also become important anchor investors in Germany (Thatcher and Vlandas 2016). This category constitutes the most patient investors who focus more on firm growth and innovation (continued prosperity), rather than maximizing shareholder returns (Faust 2017, 17).⁵

In sum, changes in ownership of NFCs have been dramatic in some German firms and sectors, but concentrated ownership by families and horizontal shareholdings continues to be an important feature. At the same time, the largest new owners are index funds, managed by global asset managers such as BlackRock and Vanguard. Unlike active – let alone activist – investors, these funds are by definition long-term investors, while their sheer size, diversification, and business models limit their capacity to use their 'voice' aggressively. Under these conditions, managerial autonomy remains fairly high, permitting firms to continue the long-term strategies leading to export success. To the extent that common ownership has anti-competitive effects, their compatibility with the export-led growth model would be an empirical question. While reduced domestic competition may negatively impact international competitiveness, common ownership across borders – already a reality in many industries – could potentially realize anti-competitive effects on a global scale. Overall, pressure to pay out corporate profits at higher rates remains relatively low, thus reinforcing German NFCs' low dependence on external finance and the consolidation of their position as net lenders in the economy.

Conclusion: The end of bank hegemony in the German political economy

We started out by noting a gap in the recent literature on growth models, which currently does not account for the role of the financial sector in Germany's export-led growth model. In the comparative political economy literature, the old assumption about the complementarities between German finance and German industry therefore lives on. In this paper, our approach has been to start out from non-financial corporations' demand for financing rather than on the supply of capital. What this shift of perspective reveals is the extent to which the non-financial corporate sector has become self-financing.

⁵ Private equity funds also fall into this category and they are more active in Germany than activist hedge funds. Though in comparative terms, private equity (and venture capital) remains small in Germany.

The growth model perspective is helpful in this context because it highlights the low-wage, high-profit nature of the German export-led growth model (Baccaro and Pontusson 2016). Indeed, German NFCs' debt levels and debt servicing costs are exceptionally low by international comparison. Their internal financial resources (retained profits) suffice to cover a large share of their investment expenses. As a result, banks' relative importance as providers of external finance has greatly diminished since the early 1990s. Both total lending and bank lending to NFCs as a share of GDP have been flat. At the same time, the share of bank lending as a share of total NFC liabilities has fallen by half, from 28 percent to 15 percent. To the extent that they borrow, NFCs have reduced their borrowing in particular from domestic private banks. Much of this relative decline in business lending has been driven by the manufacturing sector which dominates German exports and whose total bank borrowing has actually declined even in both absolute and real terms.

Thus, what was true at the inception of EMU is even more true today: financial dependence is not the main source of bank influence in firms (Deeg 1999, 86). However, whereas in 1999 banks still held significant equity stakes in German non-financial corporations and sat on many supervisory boards, this is no longer the case today. As a consequence, a good portion of financial sector power over NFCs has shifted from lenders to shareholders. The reason is not so much further inroads by shareholder-value ideology, but the structural shift towards essentially self-financing corporations. In a context in which financiers – whether they provide loans or invest in equity – no longer derive their power from firms' dependence on external capital, the statutory rights associated with shares ('exit' and 'voice') gain in importance.

On one hand, while the small club of powerful owners at the heart of Deutschland AG is a thing of the past, strategic blockholdings remain more common in Germany than in liberal market economies. On the other hand, the growing global dominance of large, highly diversified investors that lack the 'exit' option is felt also in Germany, where BlackRock or Norway's sovereign wealth fund are often among firms' largest shareholders. Despite concerns about the major increase in foreign ownership and short-term investors, much of the capital invested in German firms continues to be fairly 'patient', thus stabilizing the export-led growth model.

The trend towards a greater role for international institutional investors in the German economy is poised to continue. While the conditions for the dismantling of Deutschland AG were created by interest coalitions at the national level, the European Commission's 'Capital Markets Union' project has made the further development of market-based finance a policy priority at the European level. This agenda is supported by a broad coalition, and is driven as much by financial-industry interests as by macroeconomic governance considerations (Braun, Gabor, and Hübner 2018; Braun and Hübner 2018; Mertens and Thiemann 2018). More market-based financing in general, and more equity financing in particular, the argument goes, will improve 'risk sharing' across national borders. On that basis, Capital Markets Union is supported not only by the Commission and the European Central Bank, but also by the German government, which sees it as a means of achieving macroeconomic stabilization that does not require major fiscal commitments by Germany. This suggests that the presently diminished role of finance in the German model is likely to continue well into the foreseeable future.

Acknowledgements: We would like to thank Mareike Beck, Alison Johnston, Martin Höpner and Michael Schwan for their constructive comments on earlier versions of this paper.

Dr. Benjamin Braun ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für Gesellschaftswissenschaften. Er arbeitet am Forschungsprojekt Asset-Manager-Kapitalismus und „geduldiges Kapital“ mit.

Prof. Dr. Richard Deeg ist Professor für Politikwissenschaft und Dekan des College of Liberal Arts an der Temple University, Pennsylvania. Er gewann dieses Jahr den Journal of International Business Studies Decade Award der Academy of International Business.

Literatur

- Amable, Bruno. 2003. *The diversity of modern capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Antón, Miguel, Florian Ederer, Mireia Giné, and Martin C. Schmalz. 2018. "Common ownership, competition, and top management incentives." Working Paper No. 1328. University of Michigan: Ross School of Business.
- Appel, Ian R., Todd A. Gormley, and Donald B. Keim. 2016. "Passive investors, not passive owners." *Journal of Financial Economics* 121 (1):111-41. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.03.003>.
- Arjaliès, Diane-Laure, Philip Grant, Iain Hardie, Donald MacKenzie, and Ekaterina Svetlova. 2017. *Chains of finance: How investment management is shaped*. Oxford: Oxford University Press.
- Azar, José, Martin C Schmalz, and Isabel Tecu. 2017. "Anti-Competitive Effects Of Common Ownership." Working Paper no. 1169-E. University of Navarra: IESE Business School.
- Baccaro, Lucio, and Chiara Benassi. 2017. "Throwing out the ballast: growth models and the liberalization of German industrial relations." *Socio-Economic Review* 15 (1):85-115. doi: 10.1093/ser/mww036.
- Baccaro, Lucio, and Jonas Pontusson. 2016. "Rethinking Comparative Political Economy: The Growth Model Perspective." *Politics & Society* 44 (2):175-207. doi: 10.1177/0032329216638053.
- Beyer, Jürgen. 2003. "Deutschland AG aD: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus." In *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, edited by Wolfgang Streeck and Martin Höpner, 118-46.
- Beyer, Jürgen, and Martin Höpner. 2003. "The disintegration of organised capitalism: German corporate governance in the 1990s." *West European Politics* 26 (4):179-98.
- Bezemer, Dirk J, Anna Samarina, and Lu Zhang. 2017. "The shift in bank credit allocation: new data and new findings." *De Nederlandsche Bank Working Paper No. 559*.
- Braun, Benjamin. 2016a. "From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism." *New Political Economy* 21 (3):257-73. doi: 10.1080/13563467.2016.1094045.
- . 2016b. "Gross, greed, and ETFs: The case for a micro-founded political economy of the investment chain." *Economic Sociology: European Electronic Newsletter* 17 (3):6-13.
- Braun, Benjamin, Daniela Gabor, and Marina Hübner. 2018. "Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union." *Competition & Change* 22 (2):101-16.
- Braun, Benjamin, and Marina Hübner. 2018. "Fiscal fault, financial fix? Capital Markets Union and the quest for macroeconomic stabilization in the euro area." *Competition & Change* 22 (2):117-38.
- Bundesbank. 2014. "Ownership structure in the German equity market: general trends and changes in the financial crisis." *Monthly Report September*:19-32.
- . 2018. "Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euroraum seit der Finanz- und Wirtschaftskrise." *Monatsbericht* 2018 (1):57-76.

- Chen, Peter, Loukas Karabarbounis, and Brent Neiman. 2017. "The global rise of corporate saving." *Journal of Monetary Economics* 89:1-19. doi: 10.1016/j.jmoneco.2017.03.004.
- Culpepper, Pepper D. 2005. "Institutional Change in Contemporary Capitalism: Coordinated Financial Systems since 1990." *World Politics* 57 (2):173-99. doi: 10.1353/wp.2005.0016.
- Deeg, Richard. 1999. *Finance capitalism unveiled: Banks and the German political economy*. Ann Arbor, MI: University of Michigan Press.
- . 2005. "Change from within: German and Italian finance in the 1990s." In *Beyond continuity: Institutional change in advanced political economies*, edited by Wolfgang Streeck and Kathleen Thelen, 169-202. Oxford: Oxford University Press.
- . 2009. "The rise of internal capitalist diversity? Changing patterns of finance and corporate governance in Europe." *Economy and Society* 38 (4):552-79.
- Deeg, Richard, and Iain Hardie. 2016. "What is patient capital and who supplies it?." *Socio-Economic Review* 14 (4):627-45. doi: 10.1093/ser/mww025.
- Detzer, Daniel, Nina Dodig, Trevor Evans, Eckhard Hein, Hansjörg Herr, and Franz Josef Prante. 2017. "The German Financial System and the Financial and Economic Crisis." In.: Springer.
- Elhauge, Einer. 2016. "Horizontal Shareholding." *Harvard Law Review* 129:1267-317.
- Faust, Michael. 2017. "A typology of shareholders and constellations of actors in the external coalition of the corporation. An exploration for the German case." In *EGOS Colloquium 2017 Copenhagen*.
- Fichtner, Jan. 2015. "Rhenish capitalism meets activist hedge funds: Blockholders and the impact of impatient capital." *Competition and Change* 19 (4):336-52
- Fichtner, Jan, Eelke M. Heemskerk, and Javier Garcia-Bernardo. 2017. "Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk." *Business and Politics* 19 (2):298-326. doi: 10.1017/bap.2017.6.
- Fuller, Gregory W. 2018. "Exporting Assets: EMU and the Financial Drivers of European Macroeconomic Imbalances." *New Political Economy* 23 (2):174-91. doi: 10.1080/13563467.2017.1370444.
- Glötzl, Florentin, and Armon Rezai. 2018. "A sectoral net lending perspective on Europe." *Cambridge Journal of Economics* 42 (3):779-95. doi: 10.1093/cje/bex047.
- Goldschmidt, Deborah, and Johannes F. Schmieder. 2017. "The Rise of Domestic Outsourcing and the Evolution of the German Wage Structure*." *The Quarterly Journal of Economics* 132 (3):1165-217. doi: 10.1093/qje/qjx008.
- Goyer, Michel. 2011. *Contingent capital: Short-term investors and the evolution of corporate governance in France and Germany*. Oxford: Oxford University Press.
- Hall, Peter A. 2017. "Varieties of capitalism in light of the euro crisis." *Journal of European Public Policy* 25 (1):7-30. doi: 10.1080/13501763.2017.1310278.

- Hall, Peter A., and David Soskice. 2001. "An Introduction to Varieties of Capitalism." In *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, edited by Peter A. Hall and David Soskice, 1-68. Oxford: Oxford University Press.
- Hardie, Iain, David Howarth, Sylvia Maxfield, and Amy Verdun. 2013a. "Banks and the false dichotomy in the comparative political economy of finance." *World Politics* 65 (4):691-728.
- . 2013b. "Introduction: Towards a Political Economy of Banking." In *Market-based banking and the international financial crisis*, edited by Iain Hardie and David Howarth, 1-21. Oxford: Oxford University Press.
- Hassel, Anke. 2014. "The paradox of liberalization: Understanding dualism and the recovery of the German political economy." *British Journal of Industrial Relations* 52 (1):57-81.
- . 2017. "No way to escape imbalances in the Eurozone? Three sources for Germany's export dependency: industrial relations, social insurance and fiscal federalism." *German Politics* 26 (3):360-79.
- Höpner, Martin. 2003. *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*: Campus Verlag.
- Höpner, Martin, and Mark Lutter. 2017. "The diversity of wage regimes: why the Eurozone is too heterogeneous for the Euro." *European Political Science Review*:1-26. doi: 10.1017/S1755773916000217.
- Johnston, Alison, Bob Hancké, and Suman Pant. 2014. "Comparative Institutional Advantage in the European Sovereign Debt Crisis." *Comparative Political Studies* 47 (13):1771-800. doi: 10.1177/0010414013516917.
- Johnston, Alison, and Aidan Regan. 2016. "European Monetary Integration and the Incompatibility of National Varieties of Capitalism." *JCMS: Journal of Common Market Studies* 54 (2):318-36. doi: 10.1111/jcms.12289.
- Jordà, Òscar, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2016. "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles." *Economic Policy* 31 (85):107-52. doi: 10.1093/epolic/eiv017.
- Kay, John. 2012. "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making." In.
- Lehrer, Mark, and Sokol Celo. 2016. "German family capitalism in the 21st century: patient capital between bifurcation and symbiosis." *Socio-Economic Review* 14 (4):729-50. doi: 10.1093/ser/mww023.
- Mager, Ferdinand, and Martin Meyer-Fackler. 2017. "Mergers and acquisitions in Germany: 1981–2010." *Global Finance Journal* 34 (Supplement C):32-42. doi: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.004>.
- Mertens, Daniel. 2017. "Putting 'merchants of debt' in their place: the political economy of retail banking and credit-based financialisation in Germany." *New Political Economy* 22 (1):12-30.
- Mertens, Daniel, and Matthias Thiemann. 2018. "Market-based and state-led: The role of public development banks in stabilizing market-based finance in the European Union." *Competition & Change* 22 (2):184–204.

- Naqvi, Natalya, Anne Henow, and Ha-Joon Chang. 2018. "Kicking away the financial ladder? German development banking under economic globalisation." *Review of International Political Economy*:1-27. doi: 10.1080/09692290.2018.1480515.
- Newham, Melissa, Jo Seldeslachts, and Albert Banal-Estanol. 2018. "Common Ownership and Market Entry: Evidence from Pharmaceutical Industry." GSE Working Paper Series Working Paper n° 1042. Barcelona.
- Palier, Bruno, and Kathleen Thelen. 2010. "Institutionalizing Dualism: Complementarities and Change in France and Germany." *Politics & Society* 38 (1):119-48. doi: 10.1177/0032329209357888.
- Rabinovich, Joel. 2018. "The financialisation of the non-financial corporation. A critique to the financial rentierization hypothesis." CEPN Working Paper no. 2017-22. Paris: Centre d'Economie de l'Université Paris Nord.
- Regan, Aidan. 2017. "The imbalance of capitalisms in the Eurozone: Can the north and south of Europe converge?" *Comparative European Politics* 15 (6):969-90. doi: 10.1057/cep.2015.5.
- Ringe, Wolf-Georg. 2015. "Changing law and ownership patterns in Germany: Corporate governance and the erosion of Deutschland AG." *The American Journal of Comparative Law* 63 (2):493-538.
- Scharpf, Fritz W. 2018. "International Monetary Regimes and the German Model." Cologne: Max Planck Institute for the Study of Societies.
- Seldeslachts, Jo, Melissa Newham, and Albert Banal-Estanol. 2017. "Changes in common ownership of German companies." *DIW Economic Bulletin* 7 (30):303-11.
- Stockhammer, Engelbert. 2016. "Neoliberal growth models, monetary union and the Euro crisis. A post-Keynesian perspective." *New Political Economy* 21 (4):365-79. doi: 10.1080/13563467.2016.1115826.
- Stockhammer, Engelbert, Cédric Durand, and Ludwig List. 2016. "European growth models and working class restructuring: An International post-Keynesian Political Economy perspective." *Environment and Planning A* 48 (9):1804-28.
- Streeck, Wolfgang. 2009. *Re-forming capitalism: Institutional change in the German political economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Thatcher, Mark, and Tim Vlandas. 2016. "Overseas state outsiders as new sources of patient capital: Government policies to welcome Sovereign Wealth Fund investment in France and Germany." *Socio-Economic Review* 14 (4):647-68.
- Vitols, Sigurt. 2001. "The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan, and the United States." In *The origins of nonliberal capitalism: Germany and Japan in comparison*, edited by Wolfgang Streeck and Kōzō Yamamura, 171-99. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Windolf, Paul, and Jürgen Beyer. 1997. "Kooperativer kapitalismus." In *Soziologische Theorie und Empirie*, edited by Jürgen Friedrichs, Karl Ulrich Mayer Mayer and Wolfgang Schluchter, 451-77. Westdeutscher Verlag.
- Zysman, John. 1983. *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Ithaca: Cornell University Press.

(Was) erwartet die Realwirtschaft von Banken (noch etwas)?

Michael Faust, Jürgen Kädtler

Die Finanz- und Bankenkrise von 2008 mit ihren weitreichenden Folgen für Wirtschaft und Gesellschaft hat bei verschiedenen gesellschaftlichen Akteuren aus Wirtschaft, Politik und Zivilgesellschaft Anlass gegeben zu überdenken, was Banken tun (und lassen) sollen und wie sie und die Finanzmärkte, in denen sie agieren, reguliert werden sollen, so dass zugleich erwünschte Funktionen erfüllt und unerwünschte Risiken für die Stabilität des Finanz- und Wirtschaftssystems vermieden werden können.

Das Projekt „Was sollen Banken tun“ aus der Förderinitiative des BMBF „Finanzsystem und Gesellschaft“ analysiert, wie in verschiedenen Öffentlichkeiten die Entwicklungen im Bankensektor wahrgenommen und bewertet werden und wie sich die Erwartungen an die Funktionserfüllung von Banken ggf. (unter besonderer Berücksichtigung von Krisensituationen) verändert haben. In dem Göttinger (SOFI) Teilprojekt untersuchen wir, wie sich Banken auf Erwartungsveränderungen, die mit unterschiedlicher Macht und auf unterschiedlichen Wegen vorgetragen werden, einstellen und welche geschäftspolitischen Neuorientierungen sie unter Berücksichtigung der Verwirklichungschancen in einem veränderten Wettbewerbsumfeld vornehmen. Diese Analysen nimmt das Teilprojekt vornehmlich für die klassischen Geschäftsfelder von Banken und Sparkassen vor, die Privatkunden- und Geschäftskundenbetreuung. Hierbei berücksichtigt das Projekt die in Deutschland vorhandene Dreigliedrigkeit des Kreditwesens, die sich sowohl in unterschiedlichen Ausgangspositionierungen der Bankengruppen als auch in unterschiedlicher Betroffenheit von Bankenkritik im Zuge der Finanzkrise und somit auch unterschiedlichen Reaktionsweisen auf geänderte Erwartungshaltungen niederschlagen.

Ein Teilaspekt dieser „Organisationsanalyse“ ist die empirische Erfassung der (veränderten) Erwartungen relevanter „Umwelten“ der Banken. Diese „Umwelten“ umfassen nicht zuletzt die vorhandenen bzw. potentiellen Kundengruppen von Banken. Der Beitrag analysiert die Veränderungen der Bewertungen von und Erwartungen an Banken bzw. Bankengruppen aus der Perspektive „realwirtschaftlicher“ Unternehmen und der daraus resultierenden Bank-Unternehmensbeziehungen, was wiederum Auswirkungen auf die Bewegungsspielräume und Reaktionsweisen von Banken hat.

Neben den Unterscheidungen nach Bankengruppen als Adressaten von Erwartungen müssen auf der Seite der realwirtschaftlichen Akteure Größenunterschiede, Unterschiede in der güterwirtschaftlichen Globalisierung (und ihrer Art) sowie des (potentiellen) Kapitalmarktzugangs der Unternehmen berücksichtigt werden, die sich im betrachteten Zeitverlauf ebenfalls verändert haben können. Veränderte realwirtschaftliche Bedingungen und die Neupositionierung von Unternehmen darin können die Bank-Unternehmensbeziehungen und ihre Bewertung ebenfalls verändern und nicht nur die wahrgenommenen Veränderungen der Geschäftspolitiken von Banken und die krisenhafte Entwicklung des Finanzsystems.

Die im Forschungsprojekt durchgeführten erweiterten, qualitativen Fallstudien werden für den geplanten Beitrag dazu genutzt, (veränderte) Erwartungen an Banken und (veränderte) Unternehmens-Bankbeziehungen typisierend herauszuarbeiten.

Aus dem SOFI-Teilprojekt stützen wir uns hierbei auf Dokumente und Interviews aus drei verschiedenen Quellen

- Unternehmen im Spektrum vom lokalem Bekleidungshändler über mittlere regionale Handwerksbetriebe und große Mittelständler bis zum globalen börsennotierten Unternehmen.
- Wirtschaftsverbände, die beanspruchen, für ganze Wirtschaftszweige zu sprechen, Wahrnehmungen und Bewertungen von Bankdienstleistungen bündeln und als Sprecher

(veränderter) Erwartungen gegenüber der Kreditwirtschaft und der Politik und Finanzaufsicht auftreten (BDI, ZdH, IHK).

- Auf Sparkassen- und (mit Einschränkung) Privatbankenseite kann auf (veränderte) Wahrnehmungen (veränderter) Erwartungen) und darauf bezogene Veränderungen der Geschäftspolitiken zurückgegriffen werden.

Die aus Fallstudien gewonnenen Befunde können teilweise auf gesamtwirtschaftliche Daten und ihre Entwicklung bezogen und damit in ihrer Relevanz eingeordnet werden. Dies bezieht sich auf Veränderungen der Kreditvergabe von Banken nach Bankengruppen, Veränderungen der Bankbilanzen und Erträge nach Geschäftsfeldern und nach Bankengruppen und auf Veränderungen der Finanzierungsstruktur von Unternehmen.

Der Beitrag führt die folgenden Erkenntnisse aus.

- Die Finanzkrise bestärkt die Kritik an „selbstreferentiellen“ Banken, die einen Großteil ihrer Geschäftstätigkeit ohne erkennbaren Bezug zur Realwirtschaft ausüben, dabei die Einkommensinteressen ihres führenden Personals bzw. ihrer Aktionäre im Blick haben und mit ihrem Geschäftsgebaren die Stabilität des Finanz- und Wirtschaftssystems gefährden. Diese Kritik wird auch von Unternehmern und Managern von Nicht-Finanzunternehmen vorgetragen. Positiv gewendet führt diese Kritik zu einer Renaissance des Leitbilds einer Bank, die eine dienende Rolle für die Realwirtschaft einnimmt. Sparkassen und Genossenschaftsbanken fühlen sich hierdurch als Verfechter eines traditionellen Verständnisses von Bankgeschäft bestätigt, in dem die Prinzipien der Regionalität, der Nähe, Verlässlichkeit und des Vertrauens gültig sind, während große Privatbanken und Teile der Landesbanken in der Kritik stehen und an Ansehen einbüßen. In dem Versuch, Vertrauen zurück zu gewinnen und in traditionellen Geschäftsfeldern Ertragsquellen zu erschließen, re-orientieren sich Großbanken auch auf diese Felder und verschärfen so den Wettbewerb in einem auch aufgrund der Niedrigzinsphase ertragsschwächeren Bankgeschäft. Die Machtverschiebungen in der Bank-Unternehmensbeziehung erschwert es den Banken außerdem, in den Kreditverträgen günstige Nebenkonditionen durchzusetzen (Sonderkündigungskonditionen, erweiterte Möglichkeiten der Kreditverbriefung).
- Hinzukommt, dass schon seit geraumer Zeit das traditionelle Kreditgeschäft mit der Realwirtschaft unter Druck kommt. Das hat verschiedene Ausprägungen und Ursachen. Nicht zuletzt um bei der Kreditvergabe nach den Bedingungen der Basel II Regulierung bessere Konditionen erhalten zu können, aber auch aus steuerlichen Gründen erhöhen (insbesondere kleine und mittlere) Unternehmen seit einiger Zeit ihr Eigenkapital, was den Bedarf nach Fremdkapital senkt. Aufgrund einer verbesserten Ertragslage nach der Finanzkrise verlagert sich zudem die Finanzierung von Wachstum und Innovation auf die Innenfinanzierung aus einbehaltenen Gewinnen, was mit dazu beiträgt, dass passiv-lastige Banken und Sparkassen Schwierigkeiten haben, Anlagemöglichkeiten im klassischen Kreditgeschäft zu guten Konditionen zu erschließen. Insbesondere für Großunternehmen und konzerngebundene Unternehmen ergeben sich neue Quellen der Außenfinanzierung unter Einschluss verbrieft bzw. börsennotierter Anleihen. Neue Finanzierungsquellen außerhalb des traditionellen Bankensektors erschließen sich dadurch, dass Industrieunternehmen eigene Banken gründen, mit denen sie (verkaufsfördernde) Kredite an Kunden(unternehmen) finanzieren, und Konzerne „Cash Pools“ unterhalten, die Kredite an konzerngebundene Unternehmen vergeben. Für kapitalmarktgängige Großunternehmen sind die Banken oftmals nur als Intermediäre für den Kapitalmarkt und andere klassische Dienstleistungen des Investmentbanking von Bedeutung, nicht mehr für die Kreditvergabe.
- Schließlich: Was es heißt, als Bank der „Realwirtschaft“ zu dienen, steht nicht ein für alle Mal fest, sondern verändert sich im Zeitverlauf bzw. wird von unterschiedlichen realwirtschaftlichen Akteuren unterschiedlich definiert. Viele mittelständische Unternehmen sind im Zuge ihrer internationalen Expansion in andere Dimensionen vorgestoßen und benötigen spezielle Dienstleistungen für das Auslandsgeschäft (z.B. Akkreditive) für eine Vielzahl von Ländern und für

die Absicherung von Währungs-, Zins- und Rohstoffpreisrisiken (Derivate). Diese Dienstleistungen können die traditionellen Sparkassen und Volksbanken oftmals nur im Verbund mit Landesbanken bzw. Zentralbanken anbieten und ausländische Banken treten hier vermehrt als Wettbewerber an, die in manchen Weltregionen traditionelle Stärken haben, die deutsche Großbanken im Zuge des „Gesundshrumpfens“ im Gefolge der Finanzkrise zum Teil verloren haben.

- Der Beitrag zeigt somit, dass die Reorientierung auf eine dienende Funktion von Banken und Sparkassen für die „Realwirtschaft“ nicht notwendigerweise zu einer Stabilisierung des Bankensystems führt. Die zunehmende Globalisierung und Kapitalmarktorientierung von Unternehmen legt diesen zudem die Nutzung von Finanzprodukten nahe (OCT-Derivate), die in den Reformbemühungen nach der Finanzkrise eigentlich zurückgedrängt werden sollten. Vertreter der Realwirtschaft werden so zu Gegenspielern bei zentralen Elementen der Nachkrisen-Finanzmarktregulierung.
- Im Ausblick diskutiert der Beitrag Implikationen für die Gesamtfragestellung: (Wie) konstituiert sich „öffentliches Interesse“ aus gruppenspezifischen Erwartungen und wie wird es ggf. wirksam?

PD. Dr. Michael Faust ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Soziologischen Forschungsinstitut Göttingen an der Georg-August-Universität.

Prof. Dr. Jürgen Kädtler ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am und ehemaliger Direktor des Soziologischen Forschungsinstitut Göttingen an der Georg-August-Universität.

Was folgt aus der Komplexität des Finanzsystems für die politischen Ambitionen seiner Gestaltung?

Zur institutionellen Komplexität finanziellierter Ökonomie

Jürgen Schraton

Zentrale These des Vortrags ist, dass die Analyse der finanziellierten Weltwirtschaft institutionalisierte Machtkonstellationen in den Fokus rücken muss, wenn sie auf eine Rückgewinnung gesellschaftlicher Kontrolle gegenüber systemischer Kybernetik ausgerichtet sein soll. Damit richtet er sich gegen Analysen, die ökonomischen Handel als autonome Interaktion zwischen Vertragspartnern konzeptualisieren, die aus freiem Willen auf Augenhöhe wechselseitige Verpflichtungen vereinbaren.

Am Beginn des Vortrags steht die Definition der Finanzialisierung als unintendierte Folge zahlreicher politischer und ökonomischer Reaktionen auf die Probleme von Wachstumsschwäche, Inflation und Infrastrukturkostenexplosion seit den 1960er Jahren, damit auch Argumenten widersprechend, es handele sich um ein geplantes und/oder administriertes System. Zentrales Kennzeichen der Finanzialisierung ist die Transformation finanzmarktlicher Kalkulation von einem Mittel zur Förderung industrieller Produktion in einen Selbstzweck ökonomischen Handelns.

Als sozialwissenschaftlich bedeutsame Folgen stellt der Vortrag zwei Phänomene heraus:

1. Die Zentralität der Kalkulation zieht eine Multiplikation zeitlich gestreckter und territorial übergreifender Handelsaktivitäten nach sich, die dazu führt, dass Akteur_innen sich in einem dynamischen Netzwerk von Ansprüchen und Verpflichtungen bewegen. Die augenscheinlichste Folge ist, dass Gruppen nicht mehr in Gläubiger_innen und Schuldner_innen unterteilt werden können, sondern die meisten Akteur_innen *immer beides zugleich* sind.

2. Die Technisierung und Beschleunigung ökonomischer Handelsaktivitäten reichert Entscheidungskonstellationen um institutionelle Akteure und ihre Apparaturen an: entscheidend für die Handlungsfähigkeit wird der Zugang der Handelspartner_innen zu diesen technischen Apparaturen und Institutionen.

Die Wirkung dieser Folgen besteht darin, dass ökonomische Verhältnisse nicht länger als (quasi-)interpersonale Machtgefüge zwischen natürlichen und juristischen Personen konzeptualisiert werden können. Verantwortlichkeiten und Kontrollmöglichkeiten müssen komplexere Konstellationen in den Blick nehmen, statt auf Einzelakteur_innen zu fokussieren.

Basierend auf einer „*economic sociology of law*“ (Richard Swedberg) analysiert der Vortrag finanziellierte Handelskonstellationen als *Dispositive*, die aus *gruppierten Institutionen* und *Marktapparaturen* („*market devices*“, Michel Callon) bestehen, die Voraussetzungen dafür sind, dass Akteur_innen überhaupt finanzielliert handeln können. Sichtbar werden die Vektoren des Dispositivs in Augenblicken des Konflikts, d.h. bei Nicht-Erfüllbarkeit vertraglicher Verpflichtungen.

Empirisches Beispiel des Vortrags ist die Technik des *Credit Scorings*, die unbekannte Zukünfte in probabilistisch qualifizierbare Zeiträume transformiert. Credit Scoring ist voraussetzungsreich und mittlerweile auch in der Alltagsökonomie an vielen Stellen präsent. Die möglichen Wirkungen von Credit Scoring reichen von der ökonomischen Handlungsbefähigung kapitalloser Akteur_innen im positiven Fall bis zur Verfestigung diskriminierender Sozialstrukturen im negativen. Entscheidend für die konkrete Wirkung ist jedoch nicht die Bewertung von Credit Scoring als Technik oder von

Organisationen, die es anwenden, sondern *die Positionierung der Technik im Dispositiv finanziellialisierter Handlungsnetze*.

Dabei wird sichtbar, dass komplexe Konstellationen für ihre Operationen mehr Zeit verbrauchen als simple. Wachstumsorientierung und Technisierung befördern jedoch Tendenzen, jedwede Entschleunigung komplexer Operationen als marktwidrig zurückzuweisen, dabei das Entstehen existenzieller Krisen des Wirtschaftssystems in Kauf nehmend.

Somit handelt es sich bei dem Vortrag um ein Plädoyer, der Versuchung zur Simplifizierung komplexer Konstellationen zu widerstehen, und stattdessen die sorgfältige sozialwissenschaftliche Dauerbeobachtung als Instrument zu nutzen, das eine bewusste Supervision und gezielte krisenpräventive Eingriffe ermöglicht.

PD Dr. habil. Jürgen Schraten ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Professur Allgemeiner Gesellschaftsvergleich des Instituts für Soziologie an der Justus-Liebig-Universität Gießen.

Die ‚Sicherung‘ von politischem Gemeinwesen und Finanzsystem im Zuge der europäischen Finanzkrise

Andreas Langenohl, Carola Westermeier

„Wir handeln nicht für Banken, sondern für die Sicherheit jedes einzelnen Bürgers unseres Landes“. Dieses Zitat von Bundeskanzlerin Merkel aus dem Sommer 2009 exemplifiziert, womit sich der von uns vorgeschlagene Beitrag konzeptuell und empirisch befasst: die Interdependenz von politischem Gemeinwesen und Finanzsystem aus der Perspektive eines erweiterten Sicherheitsbegriffes.

Empirischer Ausgangspunkt ist die Frage, wie die Finanzkrise seit 2008 in der Europäischen Union politisch bearbeitet wurde und wie in diese Bearbeitung finanzwirtschaftliche Heuristiken, Rationalitäten und Expertise eingeflossen sind. Wir verfolgen das Argument, dass Prioritäten politischer Sicherheit – vor allem die Sicherung des politischen Gemeinwesens der EU – in ein Wechselverhältnis mit finanzwirtschaftlichen Prioritäten der Sicherung von Liquidität und Finanzzirkulation getreten sind. Hieraus ergeben sich neue empirische Konzeptionen der Art und Weise, wie das Finanzsystem als Bestandteil nicht nur politischer Sicherheit, sondern auch des gesellschaftlichen Zusammenlebens gedacht wird.

Der vorgeschlagene Beitrag nimmt daher Bezug auf die Sektion 1 „Transdisziplinäre Krisendiagnosen“. Wir gehen davon aus, dass sowohl die Finanzkrise wie auch die folgende Staatsschuldenkrise als existenzielle Bedrohung für den wirtschaftlichen Wohlstand und das europäische Gemeinwesen beschrieben wurden: sie wurden ‚versicherheitlicht‘ (Langenohl 2013; Langley 2014). Wir beziehen uns dabei auf das Theorem der „Versicherheitlichung“ (securitization), das die Frage adressiert, unter welchen Bedingungen eine politische Problematik als eine Bedrohung für die Existenz eines politischen Gemeinwesens aufgefasst und damit Gegenstand außergewöhnlicher politischer Maßnahmen wird (Buzan/Wæver 1998). Obwohl mit solchen Akten der ‚Versicherheitlichung‘ gemeinhin eine Stärkung politischer Autoritäten verbunden ist, zeigt sich in der Bearbeitung der Finanz- und Staatsschuldenkrise ein ambivalentes Bild: finanzielle Sicherheit ist zu einem zentralen Bezugspunkt politischer Reformbemühungen geworden, politische Sicherheit wurde mit ‚sicheren‘ und stabilen Finanzmärkten in Beziehung gesetzt.

Dieser Befund wird aus der konzeptuellen Perspektive eines Begriffs ‚erweiterter Sicherheit‘ rekonstruiert. Der Beitrag bezieht sich somit auf den in der Forschungsliteratur vermerkten Umstand, dass seit einigen Jahrzehnten ‚Sicherheit‘ nicht mehr ausschließlich in Begriffen staatlicher Souveränitätsansprüche gedacht wird, sondern auf weitere Felder ausgedehnt wurde, etwa *human security* (Daase 2011). Während diese Forschungsrichtung in erster Linie die Pluralisierung von Sicherheitsakteuren (nicht nur Staaten, sondern zunehmend auch internationale Organisationen) und zu sichernden ‚Objekten‘ (nicht nur Nationalbevölkerungen, sondern auch Personengruppen oder Infrastrukturen) betont, ist zugleich festzuhalten, dass Verständnisse politischer Sicherheit zunehmend in Beziehung zu anderen, auf den ersten Blick nicht primär ‚politischen‘ Verständnissen und Kontextualisierungen von Sicherheit treten. Solche Verschränkungen involvieren nicht zuletzt wirtschaftliche Kontexte, etwa in Gestalt private Sicherheitsunternehmen, denen in einigen Fällen mittlerweile militärisch-hoheitliche Aufgaben übertragen werden, die aber zugleich innerhalb einer Logik der Profitmaximierung und Wirtschaftlichkeit operieren (Hansen/Nissenbaum 2009).

Für das hiesige Anliegen ist indes besonders die Literatur zum ‚security/finance nexus‘ (de Goede 2010, Boy et al. 2011) relevant. Hier werden seit einigen Jahren Schnittflächen von Auffassungen, Prozessen und Rationalitäten politischer und finanzieller Sicherung auf verschiedenen analytischen Ebenen rekonstruiert. Exemplarisch können etwa folgende Befunde genannt werden: der Beitrag nationaler Spar- und Kreditinstitute bei Nation building-Prozessen (Peebles 2008); Heuristiken und Instrumente der Risikoabschätzung und Gefahrenmodellierung, die zwischen finanzwirtschaftlichen und politischen bzw. militärischen Kontexten zirkulieren (de Goede 2010, Favarel-Garrigues et al.

2011, Hagmann/Dunn-Cavelty 2012); Übertragung von Anliegen, die die wirtschaftliche Sicherheit der Bevölkerung betreffen, an finanzwirtschaftliche Institutionen wie etwa Zentralbanken (Langley 2014).

Innerhalb dieses konzeptuellen Kontextes wird sich der Beitrag mit zwei Phänomenen befassen: mit politischen Reaktionen auf die Finanzkrise in Europa (2008-2009) und mit der Staatsschuldenkrise in der EMU, die ihr folgte. Erstens geht es um die Frage, wie in der Reform der Finanzmarktregulation neue Ansätze zur Sicherung von Finanzmarktstabilität aufgenommen wurden, die einen neuen Umgang mit systemischen Risiken und fundamentaler Unsicherheit beinhalten (Westermeier 2018). Zu diesen gehören etwa die Ansätze ‚resilienter Finanzmärkte‘ und makroprudentieller Regulierung. Diese zielen weniger auf die Prävention zukünftiger Krisen, sondern eher auf ‚preparedness‘ ab, also die Vorbereitung auf zukünftige Schocks, deren Natur noch unbekannt ist. Zweitens adressiert der Beitrag Deutungen der Finanz- als Staatsschuldenkrise in europäischen politischen Öffentlichkeiten, in die finanzwirtschaftliche Kommunikationen – Urteile von Ratingagenturen, Kommunikationen der EZB, aber auch Marktsignale in Form von Kursveränderungen – eingriffen. Ein wichtiger Befund lautet, dass solche finanzwirtschaftlichen Kommunikationen ‚Europa‘ als Rahmen der Versicherheitlichung valorisierten, die ‚Gegen-Versicherheitlichungen‘ nationaler Diskurse (Beispiel: Griechenland) hingegen in ihrer Effektivität schwächten (Langenohl 2013, 2017).

Die präsentierten Forschungen werden im Rahmen des SFB/Transregio 138 „Dynamiken der Sicherheit. Formen der Versicherheitlichung in historischer Perspektive“ (Gießen/Marburg) durchgeführt.

Prof. Dr. Andreas Langenohl ist Professor für Soziologie mit Schwerpunkt Allgemeiner Gesellschaftsvergleich an der Justus-Liebig-Universität Gießen.

Carola Westermeier ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin im DFG-Sonderforschungsbereich "Dynamiken der Sicherheit" am Institut für Soziologie, Professur für Allgemeiner Gesellschaftsvergleich an der Justus-Liebig-Universität Gießen.

Literatur

Boy, Nina / Burgess, J. Peter / Leander, Anna (2011): The global governance of security and finance: Introduction to the special issue. *Security Dialogue* 42, 2, 115-122.

Buzan, Barry/Wæver, Ole/Wilde, Jaap de (1998): *Security. A new framework for analysis*. Boulder, Colo.: Lynne Rienner Pub.

Daase, Christopher (2011): Sicherheitskultur – Ein Konzept zur interdisziplinären Erforschung politischen und sozialen Wandels. *Sicherheit und Frieden / Security and Peace* 29, 2, 59-65.

de Goede, Marieke (2010): Financial security. In: J. Peter Burgess (ed.): *The Routledge Handbook of New Security Studies*. London/New York: Routledge, 100-109.

Favarel-Garrigues, Gilles / Godefroy, Thierry / Lascoumes, Pierre (2011): Reluctant partners? Banks in the fight against money laundering and terrorism financing in France. *Security Dialogue* 42, 2, 179-196.

Hagmann, Jonas / Dunn Cavelty, Myriam (2012): National risk registers: Security scientism and the propagation of permanent insecurity. *Security Dialogue* 43, 1, 79-96.

Hansen, Lene/Nissenbaum, Helen (2009): Digital disaster, cyber security, and the Copenhagen School. In: *International Studies Quarterly* 53, 1155–1175.

Langenohl, Andreas (2013): Finanzialisierung politischer Sicherheit. Das Beispiel der ‚Euro-Rettung‘. In Ansgar Baums, Christopher Daase (Hg.): *Verunsicherte Gesellschaft - überforderter Staat. Zum Wandel der Sicherheitskultur*. Frankfurt am Main: Campus, 279–297.

Langenohl, Andreas (2017): Securities markets and political securitization. The case of the sovereign debt crisis in the Eurozone. In *Security Dialogue* 48 (2), 131–148.

Langley, Paul (2014): *Liquidity lost. The governance of the global financial crisis*. First edition. Oxford: Oxford University Press.

Peebles, Gustav (2008): Inverting the panopticon: Money and the nationalization of the future. *Public Culture* 20, 2, 233-265.

Westermeier, Carola (2018): The Bank of International Settlements as a Think Tank for Financial Policy-Making. In *Policy and Society* 37(2).

Welche Konsequenzen haben populistische Krisenreaktionen für die demokratische Pluralität in Europa?

(Fast) Nichts ist ‚alternativlos‘! Wider die Idee einer linkspopulistischen Gegenhegemonie

Uwe Kranenpohl

Im Rückblick erscheint die Finanzkrise als Kulminationspunkt für gesellschaftliche Veränderungen in den Demokratien der OECD-Welt, die sich zuvor allenfalls ankündigten. Der im Titel der Tagung aufgenommene Slogan „*Taking back Control*“ fungiert dabei als Chiffre für den Wunsch, Kontrolle gegenüber einer ganzen Reihe von Akteuren wiederzugewinnen: dem entfesselten Finanzkapitalismus, dem hegemonialen Neoliberalismus, der Globalisierung und ihren Folgen, einer als nicht steuerbar empfundenen Migration, einer korrupten Elite oder auch den Zumutungen moderner Gesellschaften.

Mit guten Gründen kann kritisiert werden, dass spezifische ‚neoliberale‘ Lehrmeinungen seit den 1980er Jahren im politischen und gesellschaftlichen Diskurs zunehmend hegemonial wurden und dass diese Engführung sowohl zum Ausbruch der Krise wie zu gesellschaftlichen Verwerfungen beim Versuch ihrer Überwindung beigetragen hat (ein tiefergehendes Urteil erlaube ich mir als Politikwissenschaftler nicht). Die Forderung, dass die Zukunft künftig ‚offener‘ zu gestalten ist, kann nun aus einer ganzen Reihe von politischen, sozialen und philosophischen Gründen erhoben werden. Es stellt sich allerdings die Frage, auf welche Weise eine bestehende hegemoniale Position politisch erschüttert werden kann.

Ein Ansatz ist – im Sinne der Überlegungen von Ernesto Laclau und Chantal Mouffe zu einer agonalen Demokratiekonzeption – der Aufbau einer linkspopulistischen Gegenbewegung, um eine ‚Gegenhegemonie‘ zu errichten. Diese Konzeption erkennt zutreffend: Es gibt keine ‚interessenfreien‘ Experten, daher können gesellschaftliche Entscheidungen nicht Experten überlassen werden, sondern müssen ‚politisch‘ ausgefochten und entschieden werden. Dieser politische Entscheidungsprozess erfordert aber eine gewisse gesellschaftliche Mobilisierung, wenn er nicht seinerseits wieder ‚expertokratisch‘ sein soll.

Diese gesellschaftliche Mobilisierung soll allerdings ‚agonal‘ in Form einer linkspopulistischen Bewegung erfolgen. Gerade dies ist aber kritisch zu sehen, da sich Populismus durch einige Positionen auszeichnet, die den Realitäten und Werten einer liberalen und sozial vielfältigen Gesellschaft entgegenstehen:

- Es wird die Existenz einer homogenen Gesellschaft (‚Volk‘) postuliert, in der keine ernsthaften Interessendifferenzen bestehen. Soziale Entitäten, die sich diesem Homogenitätspostulat entziehen, wird die Volkszugehörigkeit abgesprochen.
- Das homogene Volk kann einen einheitlichen Willen bilden und diesen auch ausdrücken.
- Jene Gruppen, die sich diesem einheitlichen Volkswillen entgegenstellen, gelten als zumindest ‚abgehobene‘, wenn nicht korrupte Eliten – oder gar als ‚Volksverräter‘.
- Regeln und Institutionen, die die Realisierung des einheitlichen Volkswillens hemmen, gelten als ‚undemokratisch‘ und sind daher nicht zu beachten und erforderlichenfalls zu beseitigen.

Diese Kriterien treffen auch für linkspopulistische Bewegungen zu, Unterschiede zu rechtspopulistischen Bewegungen finden sich lediglich bei einigen Inhalten des Volkswillens und

einigen Adressaten der Ausgrenzung („*We are the 99 Percent*“). Ein linkspopulistisches Projekt als Gegenentwurf zur ‚neoliberalen Hegemonie‘ erscheint daher nicht nur aus politischen Gründen wenig erstrebenswert, sondern trägt auch die Gefahr in sich, ein hegemoniales Narrativ lediglich durch ein anderes zu ersetzen – und damit bei der nächsten Herausforderung wieder bedeutsame Alternativen auszuschließen.

Als Gegenposition zu hegemonialen gesellschaftlichen Positionen erscheint mir daher das Konzept einer ‚Gegenhegemonie‘ wenig geeignet; sinnvoller erscheint mir eine pluraler Kritik, denn hegemoniale Auffassungen sind immer wieder kritisch zu hinterfragen – und zugleich greifen gesellschaftliche Gestaltungsversuche möglicherweise zu kurz, wenn sie eine Position lediglich durch eine Gegenposition ersetzen. Das gestalten vielfältiger, mehrdeutiger, gegenläufiger und mitunter widersinniger gesellschaftlicher Entwicklungen erfordert dagegen einen kompetenten gesamtgesellschaftlichen Umgang mit Komplexität. Zugleich berücksichtigt ein solches Konzept aber stärker als diskurstheoretische Überlegungen die unentrinnbare Interessengebundenheit aller gesellschaftlichen Akteure.

Angesichts der vielfältigen Dynamiken der modernen Gesellschaften ist das Bild einer Rückübernahme von Kontrolle wohl ohnehin illusorisch und sollte durch jenes von Komplexitätsmanagement ersetzt werden. Dies fordert allerdings auch eher Ambiguitätstoleranz als Bekenntnisse.

Prof. Dr. phil. habil. Uwe Kranenpohl ist Professor für Politik- und Verwaltungswissenschaften an der Evangelischen Hochschule Nürnberg. Weiterhin ist er Privatdozent für Politikwissenschaft an der Universität Passau.

Die Banken-, Fiskal- und Wirtschaftskrise: Dominanz und Widerstand als Krisenfolgen

Ricardo Kaufer

Vier zentrale Ergebnisse der Banken-, Fiskal- und Wirtschaftskrise (seit 2007, vgl. Lux 2018: Kapitel 4) und der anschließenden staatlich-politischen Krisen- und Reformpolitiken (Phase I 2007-2009, Phase II ab 2010; vgl. Kiesow 2015; Lux 2018: Kapitel 5) sind *die Verschiebung der Machtverhältnissen zwischen den Staaten der Europäischen Union* (vgl. Krotz/Maher 2016) und *zwischen den EU-Organen* (vgl. Puntcher Riekman 2016; Wissel/Wolff 2016), die *Reorganisation der Europäischen Kapitalismus- und Sozialstaatsmodelle, die Entstehung sowie Verstärkung kapitalismus- und politikkritischer soziopolitischer Bewegungen*, parteiförmig und außerparlamentarisch, als öffentlich wahrnehmbare Kritiken der Politischen Ökonomie des (Finanzmarkt-) Kapitalismus (vgl. Andronikidou/Kovras 2012; Bailey 2014; Bailey/Clua-Losada/Huke/Ribera-Almandoz 2018; Bruckmiller/Scholl 2016; Gallo Lassere 2018; Geiges 2014; Weinmann/Schmalz 2014) sowie *die Wiederkehr des offenen Nationalismus in der EU und den USA*.

Neben der austeritätspolitisch bedingten Entwicklung exklusiver Solidaritäten, so im Verhältnis zwischen ökonomisch wettbewerbsfähigeren und weniger wettbewerbsfähigen Staaten der EU, wurden in diversen EU-Staaten, z. B. Spanien, Italien, Griechenland, Frankreich und Deutschland, Anti-Austeritäts-Proteste und systemkritische soziopolitische Bewegungen organisiert (Bruckmiller/Scholl 2016; Torcal/Rodon/Hierro 2016). Die ökonomischen Krisen in den USA und der EU erzeugten damit einen Protestzyklus der ausgehend von den USA die EU und ihre Mitgliedsstaaten erfasste. Seitens der Regierungen der EU und der Exekutivorgane der EU, z. B. EU-Kommission und Europäische Zentralbank (EZB), wurde eine Reorganisation der Europäischen Ökonomien angestrebt (vgl. Oberndorfer 2016: 179), die sich darin ausdrückt, dass einerseits die Mitgliedsstaaten der EU ausgabenseitig Einsparungen umsetzen mussten und müssen, um die Neuverschuldung und Gesamtschuldenlast der Staatshaushalte zu begrenzen, und die andererseits auf eine Begrenzung arbeitspolitischer Konflikte zwischen Gewerkschaften und Unternehmen abzielt. Letztere Dimension zielt auf die effektivere, und damit letztlich zurückhaltende, Lohnfindung in den Mitgliedsstaaten ab, um die Wettbewerbsfähigkeit der Ökonomien zu erhöhen.

In den Mitgliedsstaaten konnten im Zuge der Strukturanpassungsmaßnahmen unter Begleitung des IWF Lohnsenkungen im öffentlichen Dienst, die Kürzung von Sozialleistungen, die Einschränkung des Kündigungsschutzes, die Untergrabung von Flächentarifverhandlungen und deren Flexibilisierung durch einzelbetriebliche Regelungen und die Einschränkung des Streikrechts durchgesetzt werden (Erne 2015: 186). Auf der EU-Ebene konnten die EU-Kommission und die wirtschaftspolitischen Akteure, z. B. die Working Group on the Methodology to assess Lisbon related structural reforms (LIME), ein Unterausschuss des Ausschusses für Wirtschaftspolitik (Economic Policy Committee (EPC) 2018), ihre politisch-ökonomische Strategie der Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit durch Begrenzung der Lohnpolitik der Gewerkschaften durchsetzen. Dabei geht es insbesondere um den vollständigen Verzicht der Gewerkschaften auf die verteilungspolitische Dimension der Lohnpolitik (Lesch 2017: 347), deren Kern darin besteht, dass Lohnsteigerungen oberhalb der Produktivitätsentwicklung zu einer gerechteren Verteilung des Unternehmensergebnisses führen. Aus der Perspektive der Europäischen Kommission, der EZB, des IWF und der austeritätsorientierten Akteure im Rat der EU reduziert eine lohnsteigerungsinduzierte Inflation die Wettbewerbsfähigkeit der EU-Ökonomien, weshalb Lohnzurückhaltung als das Kernziel der Krisenmaßnahmen der European Economic Governance betrachtet werden kann. Im Rahmen der Bewältigung der Krise seit 2007 wurde damit die Rettung von Finanzmarktunternehmen in ein wirksames soziopolitisches Druckmittel gegen die Gewerkschaften und eine Reform der Wirtschaftsverfassung der EU umgewandelt (Erne 2015: 185/186). Jenseits der Proteste gegen die Sparpolitiken der EU-Mitgliedsstaaten konnten die Gewerkschaften keine wirksamen Organisations- und Politisierungsprozesse zum Schutz ihrer Machtressourcen durchsetzen (Erne 2015a). Nachfolgend soll deshalb der Zusammenhang zwischen der Reorganisation der nationalen Kapitalismusmodelle, den (kapitalismuskritischen) Krisenprotesten, den zunehmend nationalistischen (Partei-) Bewegungen und den arbeitspolitischen Konsequenzen der Krise diskutiert werden.

In diversen EU-Staaten wurden Anti-Austeritäts-Proteste und kapitalismuskritische Bewegungen organisiert (vgl. zur Blockupy-Bewegung Bruckmiller/Scholl 2016). Auf die neue *European Economic Governance* (EEG) (vgl. zu den Auswirkungen der Europäischen Wirtschaftssteuerung auf die europäische Arbeitspolitik und die Handlungsmöglichkeiten der Gewerkschaften Erne 2015), verstanden als wirtschaftspolitische Steuerung und Wirtschaftsverfassung der EU, reagierten Teile der europäischen Zivilgesellschaften mit massivem Protest und Ablehnung. Die neue EEG beinhaltet neben verstärkter vertikaler Überwachung nationaler Fiskalpolitiken die Übernahme von Steuerungsmustern multinationaler Firmen, welche ihre Geschäftseinheiten in ein Konkurrenzverhältnis setzen, Performanzindikatoren entwickeln und diese anwenden, sodass die EU-Mitgliedsstaaten analog stärker unter Konkurrenzdruck hinsichtlich der Einhaltung von Sparsamkeitskriterien gesetzt werden. Die Umsetzung von Haushaltsvorgaben durch Einsparungen, u. a. in den Sozial- und Gesundheitspolitiken, wurde durch Teile der europäischen Zivilgesellschaften als Dominanz der austeritätsorientierten Wirtschaftsverfassung aufgefasst und galt als legitimes Ziel theoretischer wie praktischer Kritiken, z. B. im Rahmen der Occupy- und Blockupy-Bewegungen (vgl. Geiges 2014; Bruckmiller/Scholl 2016). Sowohl die Banken- und Finanzmarktkrisen als auch ihre staatlich-politische Bearbeitung führten zu massiven Vertrauensverlusten in die Legitimität der kapitalistischen Wirtschaftsordnung als auch ihrer staatlich-politischen Regulierung. So wurden ohnehin vorhandene Zweifel an der wohlfahrtsfördernden Wirkung der Finanzmärkte gestärkt und kulminierten im Slogan der Occupy-Bewegung: „Wir sind die 99 %!“. Insbesondere in den südeuropäischen Mitgliedsstaaten der EU ist das normative Leitbild der Vorteilhaftigkeit der Finanzmarktordnung und der Europäischen Integration für die Bürger Europas stark in die Krise geraten.

Dagegen hat in Deutschland der Diskurs über die mangelnde Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit südeuropäischer Staaten, insbesondere Griechenlands, verstärkt zu nationalistisch-kompetitiven Einstellungen geführt. Aus der öffentlich artikulierten ungleichen Entwicklung einzelner Mitgliedsstaaten und -gesellschaften wurde eine nationalistisch-dominante Haltung gegenüber derzeit verschuldeten EU-Mitgliedsstaaten abgeleitet. Diese verschärfte Kritik an den Politiken und Ökonomien anderer Staaten führte nicht zuletzt zum Aufstieg nationalistischer (Partei-) Bewegungen. So konnte die *Alternative für Deutschland* (AfD) zunächst mit einer Kritik an den diskutierten Eurorettungspolitiken Zustimmung gewinnen, bevor die kriegsbedingte Immigration in die EU einen weiteren erheblichen Katalysator für die nationalistische Ideologie darstellte. Dabei ist nicht zu unterschätzen, dass die Immigration in die südeuropäischen Staaten der EU in einer Periode kontinuierlicher Austerität und gestiegener sozialer Ungleichheit stattfand und fort dauert. Es kann folglich argumentiert werden, dass durch die Austeritätspolitiken und Krisendiskurse eine Verschärfung nationalistisch-kompetitiver Einstellungen in den Wahlbevölkerungen ausgelöst wurde, welche zu den beobachtbaren Umbrüchen in den nationalen Parteiensystemen und zur Rehabilitierung des Nationalismus als politisch-ideologisches Politikangebot in der EU beigetragen haben. Daraus folgt, dass sowohl die Krise des Finanzmarktregimes als auch die staatlich-politischen Stabilisierungsversuche zu einer Destabilisierung und zunehmenden Unberechenbarkeit der politischen Systeme und der Wahlbevölkerungen beigetragen haben. Im Ergebnis haben sowohl die Krise als auch die Krisenpolitiken die Entstehung öffentlich wahrnehmbarer nationalistischer Bewegungen mitbegünstigt und damit die Stabilität der Wertegemeinschaft der Europäischen Union und des „westlich-liberalen Projektes“ weiter gefährdet. Vom theoretischen Standpunkt der Analyse und Kritik der Europäischen Wettbewerbsstaatlichkeit ausgehend kann somit formuliert werden, dass die neue, austeritätsorientierte Wirtschaftsverfassung der EU und komplementäre Diskurse einerseits und nationale Sparpolitiken andererseits zu einer Präferenz für *nationalistisch-kompetitive Etatismen* und autoritäre Politik- und Staatsmodelle beigetragen haben, sodass die Idee einer „Wertegemeinschaft“ Europa weiter an Zustimmung verloren hat. Offen bleibt, inwiefern durch das Erstarken nationalistisch-kompetitiver Einstellungen und den Erfolg nationalistischer (Partei-) Bewegungen die politischen Konfrontationen und Konflikte innerhalb der Mitgliedsgesellschaften der EU zunehmen werden.

Im Gegensatz zur Wiederkehr der nationalistisch-autoritären (Partei-) Bewegungen konnten die Anti-Austeritäts-Protestbewegungen mit ihren kapitalismuskritischen Politikangeboten keine dauerhafte

Verschiebung der Machtverhältnisse zu Gunsten einer solidaritätsorientierten Reorganisation der Europäischen Union erreichen.

Dr. disc. pol. Ricardo Kaufer ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Professur für das Politische System der Bundesrepublik Deutschland an der Georg-August-Universität.

Literatur

Andronikidou, Aikaterini; Kovras, Iosif (2012): Cultures of Rioting and Anti-Systemic Politics in Southern Europe. In: West European Politics, 35:4, 707-725

Bailey, David J. (2014): Resistance is futile? The impact of disruptive protest in the 'silver age of permanent austerity'. In: Socio-Economic Review, 2015, Vol. 13, No. 1, 5–32

Bruckmiller, Aaron; Scholl, Franziska (2016): Blockupy – Ziviler Ungehorsam als Solidarität. In: Forschungsjournal Soziale Bewegungen. 29. Jg. 1/2016

Economic Policy Committee (2018): Working Group on the Methodology to assess Lisbon related structural reforms. URL: https://europa.eu/epc/working-group-methodology-assess-lisbon-related-structural-reforms_en

Erne, Roland (2015): European Economic Governance. Auf dem Weg zu einer erzwungenen Integration nationaler Arbeitsbeziehungen? In: S. Pernicka (Hrsg.): Horizontale Europäisierung im Feld der Arbeitsbeziehungen. Europa – Politik – Gesellschaft. Wiesbaden: Springer Fachmedien

Erne, Roland (2015a): A supranational regime that nationalizes social conflict: Explaining European trade unions' difficulties in politicizing European economic governance. In: Labor History. Vol. 56. Issue 3. Pages: 345-368

Gallo Lassere, Davide (2018): Gegen das Arbeitsgesetz und seine Welt. Berlin: Die Buchmacherei

Geiges, Lars (2014): Occupy in Deutschland: Die Protestbewegung und ihre Akteure. Bielefeld: Transcript Verlag

Kiesow, Julia (2015): Wirtschaftskrisen in Deutschland. Wiesbaden: Springer Fachmedien

Krotz, Ulrich; Maher, Richard (2016): Europe's crises and the EU's 'big three'. In: West European Politics, 39:5, 1053-1072.

Lesch, Hagen (2017): Das Verhältnis zwischen Arbeitgeberverbänden und Gewerkschaften. In: W. Schroeder und B. Weßels (Hrsg.): Handbuch Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände in Deutschland. Wiesbaden: Springer Fachmedien

Lux, Julia (2018): Krisendiskurse und kapitalistische Entwicklungspfade. Arbeits- und sozialpolitische Projekte in Deutschland und Frankreich. Wiesbaden: Springer Fachmedien

Oberndorfer, Lukas (2016): Der neue Konstitutionalismus in der Europäischen Union und seine autoritäre Re-Konfiguration. WWU 2.0, New Economic Governance und Pakt(e) für Wettbewerbsfähigkeit. In: Hans-Jürgen Bieling, M. Große Hüttmann (Hrsg.): Europäische Staatlichkeit. Staat – Souveränität – Nation. Wiesbaden: Springer Fachmedien

Puntscher Riekmann, Sonja (2016): Geld und Souveränität. Zur Transformation der Europäischen Union und der Mitgliedstaaten durch die Finanz- und Fiskalkrise (2008-2013). In: Hans-Jürgen Bieling, M. Große Hüttmann (Hrsg.): Europäische Staatlichkeit. Staat – Souveränität – Nation. Wiesbaden: Springer Fachmedien

Torcal, Mariano; Rodon, Toni; Hierro, María José (2016): Word on the Street: The Persistence of Leftist-dominated Protest in Europe. In: West European Politics, 39:2, 326-350

Weinmann, Nico; Schmalz, Stefan (2014): Zwischen Macht und Ohnmacht: Gewerkschaftliche Krisenproteste in Westeuropa. In: Kurswechsel 1/2014: 21-33.

Ist die Steuerbarkeit der Finanzmärkte nur eine politisch-mediale Illusion?

Lassen sich Finanzmärkte sinnvoll steuern?

Sven Grzebeta

Die in der Folge der globalen Finanzkrise von 2008 ans Licht gekommenen Exzesse, skandalösen Praktiken und Verantwortungslosigkeiten in der Finanzindustrie haben bei Bürgern und in der Politik eine Bewegung ausgelöst, die für die globale Wirtschaft wichtigen Finanzmärkte in die richtigen Bahnen zu lenken. Ziel des gesellschaftlichen Projekts „Taking Back Control“ ist es, dass Banken, Versicherungen, Börsen und andere Finanzdienstleister zukünftig so agieren, dass ihre Geschäfte dem (wie auch immer definierten) Gemeinwohl dienlich sind, oder zumindest Schaden von der übrigen Wirtschaft und der öffentlichen Hand fernhalten. Funktionierende Finanzmärkte sind ein gesellschaftliches Gut, denn ihre Effizienz bei der Allokation von Finanzkapital trägt im besten Fall zum gesellschaftlichen Wohlstand bei. In der akademischen Ökonomie wird diese Leistungsfähigkeit auf das Prinzip der Selbstkoordination freier Märkte zurückgeführt, dessen Effektivität Adam Smith mit dem Bild der „unsichtbaren Hand“ beschrieben hat. In diesem Modell verfolgen weitgehend autonom agierende Wirtschaftssubjekte ihren je individuellen Vorteil und erzeugen gerade dadurch gesellschaftlichen Wohlstand für alle. Allerdings haben die modernen Finanzmärkte bewiesen, dass sie, wenn sie sich selbst überlassen werden, immer wieder zu gesellschaftlichen Ungerechtigkeiten, Krisen und ökonomischen Katastrophen führen.

Soll man Finanzmärkte also auf politisch oder gar ethisch legitimierte Ziele hin steuern? Und kann man es überhaupt? Der metaphorische Ursprung des Steuerbegriffs aus der Seefahrt kann bereits als Hinweis darauf verstanden werden, dass die – politisch edel erscheinende – Aufgabe der Steuerung der Finanzmärkte bzw. ihrer Akteure nicht trivial ist. Dies nicht nur, weil man einen kompetenten Navigator braucht, der die Richtung vorgibt, und weil man die Mechanik des Systems verstehen und beherrschen muss, um das Ziel erfolgreich anzusteuern. Das Bild eines steuerbaren Fahrzeugs ist hier bereits problematisch, denn es unterstellt, dass es sich um ein lineares System handelt, das durch berechenbare Änderungen bestimmter Parameter kontrollierbar ist und dessen Fahrtziele gleichsam auf einer Landkarte indexiert werden können. Die Komplexität des globalen Finanzsystems gibt begründeten Anlass, an dieser Prämisse zu zweifeln. Daraus ergeben sich Schwierigkeiten sowohl in deskriptiv-faktischer (wie steuere ich ein gesetztes Ziel erfolgreich an?) als auch in normativer Hinsicht (welches Ziel soll verfolgt werden?).

Um diese These zu belegen expliziere ich zunächst den Problemhorizont. Versucht man einen Steuerungsansatz für die Finanzindustrie im oben beschriebenen Sinne zu definieren und argumentativ zu begründen, stößt man auf folgende Fragen:

- 1) Von welchem Standpunkt aus steuert man? Mit welchen Interessen, Werten und Wissen nähert man sich der Steuerungsaufgabe?
- 2) Mit welchem Ziel verfolgt man die Steuerung der Finanzmärkte? Wie misst man die Zielerreichung?
- 3) Welche geeigneten Mittel stehen für die Steuerungsaufgabe zur Verfügung, und welche Folgen und Nebenwirkungen sind von ihnen zu erwarten?

Der hohe Schwierigkeitsgrad dieser Aufgabe hat seine Ursache *soziologisch* in der systemischen Funktionsweise der Finanzmärkte (Anreizstrukturen, Selbstreferenzialität) und *logisch* in der Autonomie der Finanzmärkte, die Voraussetzung ihres Erfolges ist. Das autonome Agieren der Wirtschaftssubjekte bietet keinen Ansatzpunkt für eine externe Steuerung des Marktergebnisses,

jedenfalls nicht innerhalb des Modells der „unischtbaren Hand“. Die *innere Logik der Finanzmärkte selbst führt dazu, dass man sie nicht zugleich sinnvoll* (d.h. hier: auf ein ethisch legitimes Ziel hin) *und effektiv* (d.h. das Ziel ohne Schaden erreichend) steuern kann. Daraus folgt, dass jeder Steuerungsansatz einen Kompromiss zwischen der aus der Autonomie der Finanzmärkte entspringenden Leistungsfähigkeit und der Intensität konkreter politischer Eingriffe zum Zwecke der Steuerung darstellt. Regulierung hat einen Preis in Form von Effizienzverlusten, und zugleich riskiert sie wirkungslos zu bleiben, wenn sie zu viel Rücksicht auf die Autonomie der Teilnehmer nimmt.

Für die Steuerungsaufgabe folgen daraus zwei Einsichten: Erstens muss „control“ als Leitplanken setzende und die Praxis einschränkende Regulierung verstanden werden, nicht als direkte Steuerung der Finanzindustrie auf ein konkretes Ziel hin. Zweitens könnte ein systemtheoretisch fundiertes Regulierungskonzept angemessen sein. Steuerung wird hier nicht als direkter mechanisch-dirigistischer Eingriff verstanden, sondern als gezielte Manipulation der Systemumwelt, die zu entsprechenden gewünschten Umstrukturierungen des Systems führt. Dies führt allerdings zu einem eher schwachen Gestaltungsanspruch mit einem gerüttelt Maß an Hoffnung, dass die Umweltveränderung zur gewünschten Systemanpassung führt. Man muss die Smith'sche Fiktion eines sich selbst zum Wohle aller organisierenden Marktes möglicherweise aufzugeben, um die Janusförmigkeit moderner Finanzmärkte anzuerkennen und mit ihr umgehen, ohne den Nutzen der Finanzmärkte zu zerstören.

Dr. Sven Grzebeta ist Innovation Manager des Workforce & Talent Managements der Deutsche Börse AG.

Bail-in or Bail-out, ist das die Frage? Das europäische Banken- und Finanzsystem zehn Jahre nach der Krise

Vanessa-Maria Redak

Die von der US-Investmentbank Lehman ausgelöste Finanzkrise hatte einen globalen Charakter. Ihre Auswirkungen waren in nahezu allen geografischen Regionen zu spüren und sie zeichnete letztendlich auch 2009 für das erstmalige Schrumpfen des globalen Wachstums verantwortlich. In Europa brachen gleichzeitig mehrere große Banken zusammen. Die durch Lehman ausgelöste Abwertungsspirale auf den Finanzmärkten verringerte die Aktiva von Banken dramatisch. Eine Neubewertung förderte 800 Milliarden Euro an faulen Krediten (*non performing loans*) allein im Euroraum zutage. Enorme Rettungspakete innerhalb der EU im Umfang von 1,2 Billionen Euro (entspricht über 10 Prozent des EU BIP) belasten seitdem die öffentlichen Finanzen. Ist das europäische Banken- und Finanzsystem zehn Jahre nach der Krise stabiler? Kann eine Krise, wie sie 2008 das europäische Finanzsystem erfasste, ausgeschlossen werden oder müssen wir mit neuen systemischen und strukturellen Finanzkrisen rechnen?

Der unmittelbare Schock der Krise führte dazu, dass selbst die EU-Kommission sehr weitreichende Gesetzesentwürfe vorlegte, und es gelang, diese durchzubringen, da auch von Seiten der Bankenindustrie – anders als in den Vorkrisenjahren – vergleichsweise wenig Widerstand kam. Den Banken war offenbar bewusst geworden, dass sie im Gegenzug für umfangreiche Rettungspakete der EU-Staaten strengere Regulierungen akzeptieren mussten.

Zu diesen Gesetzesinitiativen¹ zählte allen voran die sogenannte Capital Requirements Regulation (CRR)/Capital Requirements Directive (CRD) IV, eine Fortführung der sogenannten Basler Bankenregulierung (Basel I, Basel II). Dieser seit Jahren weiterentwickelte Rahmen für Bankenregulierung, der federführend vom in Basel beheimateten Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) betreut wird, hat sich vom ursprünglich liberalen Regulierungsansatz hin zu einer deutlichen Reregulierung des Bankensektors entwickelt (vgl. Redak 2006). Die Kernpunkte dieser Regulierung sind zum einen verschärfte Eigenkapitalbestimmungen, die nicht nur höhere Eigenkapitalquoten² für Banken vorsehen, sondern auch die Qualität des Eigenkapitals verbessern. Das Eigenkapital der Bank dient zunächst als Puffer für auftretende Verluste. Das heißt je höher es ist, desto weniger riskant arbeitet eine Bank. In der Krise 2008 hatte es bei manchen Banken nicht gereicht, um die entstandenen Verluste abzudecken. Die CRR/CRD IV sieht nun nur mehr Kapitalbestandteile vor, die tatsächlich in einer Krise verlusttragend sind.

Zweiter wesentlicher Eckpfeiler der Basler Regulierungen sind deutlich verschärfte Liquiditätsvorschriften für Kreditinstitute. Das Liquiditätsrisiko ist neben der Unterkapitalisierung das zweite zentrale Risiko von Banken. Es besteht im Wesentlichen darin, dass die Bank kurzfristig ihre Refinanzierung verliert, sei es, weil EinlegerInnen ihre Gelder aus Angst abziehen (*bank run*), sei es, weil Banken untereinander nicht mehr bereit sind, sich Geld zu leihen oder Banken am Markt keine Emissionen, die Geld bringen, absetzen können. Gerade in der Krise 2008 hat sich gezeigt, dass dieses Risiko, dass Jahrzehnte von Aufsicht und Regulierung vernachlässigt wurde, dramatisch und systemrelevant sein kann. Zwar wurde schon vor 2008 seitens der weltweiten und europäischen

¹ Da Banken am europäischen Finanzmarkt die ökonomisch dominanten Akteure sind, sie die Krise ausgelöst haben und sich mit wenigen Ausnahmen europäische Volkswirtschaften vorwiegend über Banken refinanzieren, widmet sich dieser Artikel insbesondere der Banken-Reregulierung. Dabei soll nicht übersehen werden, dass neue Gesetzesinitiativen (wie MiFID II, Solvency II, EMIR, etc.) strengere Vorschriften für weitere Finanzmarktsektoren wie den Wertpapierhandel, Ratingagenturen, Versicherungen, usw. brachten, auf die aus Platzgründen hier nicht weiter eingegangen werden kann.

² Die Eigenkapitalquote setzt das vorhandene Eigenkapital einer Bank ins Verhältnis zu ihren risikogewichteten Aktiva. Demgegenüber steht die sogenannte leverage ratio, die das Kapital mit den ungewichteten Aktiva vergleicht. Um die Einführung einer solchen leverage ratio wird innerhalb der EU noch gerungen.

Bankenaufsicht an neuen Vorschriften für das Liquiditätsrisiko gearbeitet, doch kam die Umsetzung dieser Maßnahmen zu spät. Die Vertrauenskrise, die europäische Banken nach dem Zusammenbruch der US-Bank Lehman Brothers im Oktober 2008 erfasste, hatte systemweite Ausmaße und führte vorübergehend zum Kollaps des sogenannten Interbankenmarktes, da sich Banken von einem Tag auf dem anderen kein Geld mehr liehen (vgl. Redak 2009). Für Banken, die stark von der Finanzierung durch andere Banken abhingen (*wholesale funding*), wie etwa die belgisch-französische Dexia, die deutsche Hypo Real Estate sowie die österreichische Kommunalkredit war dies existenzbedrohend. Kernmaßnahme der neuen Liquiditätsvorschrift ist die Einführung der sogenannten *liquidity coverage ratio*, anhand derer Banken nachweisen müssen, dass sie in der Lage sind, einem größeren Liquiditätsabfluss standhalten zu können.

Darüber hinaus wurde mit der CRR/CRD IV erstmals auch die Regulierung systemischer Risiken („makroprudenzielle Aufsicht“) kodifiziert, das heißt dass Aufsichtsmaßnahmen nicht mehr nur für einzelne Banken spezifisch, als sogenannte idiosynkratische Risiken gesetzt werden können, sondern auch dann, wenn einzelne Banken oder das Bankensystem eine Bedrohung für die gesamte Finanzmarktstabilität eines Landes darstellen. Um zu vermeiden, dass *too-big-to-fail*-Banken in der Krise entweder staatlicher Rettung bedürfen oder über Ansteckungskanäle andere Banken mit in die Krise reißen, wurden für globale systemrelevante Banken zusätzliche Kapitalpuffer eingeführt (*globally systemically important banks/GSIB-Puffer*), auch kleinere national bedeutsame Banken (*other systemically important institutions – OSII*) können „be-puffert“ werden. Die makroprudenzielle Aufsicht kann auch einen sogenannten Systemrisikopuffer für systemrelevante Banken anordnen, wenn ein nationales Bankensystem als Ganzes systemische Risiken aufweist³. Ebenso kann durch den sogenannten antizyklischen Kapitalpuffer exzessives Kreditwachstum gebremst werden, sowie Risiken, die aus der Immobilienkreditvergabe entstehen mit der Eindämmung nicht nachhaltiger Kreditvergabestandards entgegengewirkt werden.

Regulierung wird nach Krise verschärft

Noch deutlichere Eingriffe in die Geschäftstätigkeit der Banken sind jedoch durch eine weitere gesetzliche Grundlage in der EU möglich geworden, die zusätzlich zur CRR/CRD IV erlassen wurde: Am 1.1.2016 trat die Abwicklungsrichtlinie Banking Recovery and Resolution Directive (BRRD) in Kraft, die zunächst sicherstellen soll, dass Banken aus dem Markt ausscheiden können, ohne die Finanzmarktstabilität oder die Volkswirtschaft zu gefährden, das heißt insbesondere ohne Einsatz von öffentlichen Geldern. Denn eine Lehre aus der Krise war, dass das bestehende Insolvenzrecht für den Konkurs von Banken nicht ausreicht bzw. nicht anwendbar ist. Damit in Zukunft auch Banken in die Insolvenz gehen können, ohne dass es zu negativen volkswirtschaftlichen Auswirkungen kommt, wurde ein mehrschichtiges Sanierungs- und Abwicklungsregime entworfen. Das Regelwerk sieht vor, dass (theoretisch) schon lange vor der Insolvenz der Bank bestimmte Mechanismen aktiviert werden: Sogenannte Sanierungs- und Frühinterventionsmaßnahmen können von Bank und Aufsicht gesetzt werden, um die Bank erst gar nicht in die Krise schlittern zu lassen. Diese Frühintervention erlaubt der Bankenaufsicht erstmals seit Jahrzehnten wieder einen Eingriff in die Geschäftstätigkeit der Banken und stellt damit vom Prinzip her einen Paradigmenwechsel in der Finanzmarktregulierung dar. Geschäftsfelder müssen auf Wunsch der Aufsicht stillgelegt werden, Beteiligungen oder Banktöchter abgestoßen werden und das Kreditvolumen kann beschränkt werden. Seit der Nachkriegszeit, in der Geschäftsfeldbeschränkungen sowie Begrenzungen von Zinsen und Kreditvolumen auf der Tagesordnung standen (vgl. Henry/Redak 2013; Abiad/Mody 2005; Döme u.a. 2016), war der Bankensektor nach Jahren der Liberalisierung und Deregulierung nicht mehr einem derart festen Regulierungskorsett unterworfen.

³ Österreich und Finnland zum Beispiel haben einen entsprechenden Systemrisikopuffer eingeführt, da ihre Bankensysteme im Verhältnis zum BIP überdurchschnittlich groß sind, siehe „Presseaussendung zur 5. Sitzung des Finanzmarktstabilitätsgremiums“, www.fmsg.at (7.9.2015) und „Financial Supervisory Authority’s macroprudential decision on structural additional capital requirements: systemic risk buffer to be imposed on credit institutions“, Press release 18/2018, www.finanssivalvonta.fi (29.6.2018)

Zentraler Bestandteil der BRRD ist auch das sogenannte *Bail-in*, das erstmalig die Verluste einer Bank in der Krise auf die Gläubiger verteilt und dem historischen *Bail-out* durch den Staat mit öffentlichen Geldern beenden soll. Sollte es dennoch nötig sein, über die Gläubigerbeteiligung hinaus Geld aufzutreiben zu müssen, wurde der sogenannte Single Resolution Fund (SRF) eingerichtet. In diesen Fonds zahlen Banken vorsorglich Gelder ein, die dann in der Krise für strauchelnde Banken verwendet werden können. Ebenso als Vorsorgemaßnahme dient die Reform bzw. Harmonisierung der Einlagensicherung in den Ländern der Europäischen Union, der zufolge alle Länder verpflichtend ex-ante-Fonds für die Einlagensicherung einrichten müssen, die ebenfalls im Vorhinein von Banken gefüllt werden müssen (und nicht erst im Nachhinein, wie das in manchen Ländern bei ex-post-Fonds der Fall war). Während die jetzigen Einlagensicherungssysteme national sind, aber harmonisiert werden, wird grundsätzlich von der EU-Kommission auch ein gemeinsames Europäisches Einlagensicherungssystem (EDIS, European Deposit Insurance Scheme) geplant, das alle Einlagen bis 100.000 Euro absichert, unabhängig davon, in welchem Mitgliedsstaat die Bank ansässig ist.

Auch in institutioneller Hinsicht wurden neue Pflöcke eingeschlagen. BRRD, SRF sowie Europäische Einlagensicherung sind Bestandteile der sogenannten Bankenunion, die für den Euroraum eingerichtet wurde. Dazu zählt auch, dass seit November 2014 die großen Banken im Euroraum direkt von der Europäischen Zentralbank bzw. ihrem Single Supervisory Mechanism (SSM) beaufsichtigt werden. Dies soll unter anderem sicherstellen, dass die Banken einheitlich beaufsichtigt werden und nationaler Bankenlobbyismus sowie nationale Abschwächung von Regulierung (*regulatory arbitrage*) zur Sicherung von Wettbewerbsvorteilen der heimischen Bankenindustrie verhindert werden. Mit diesem Kompetenztransfer bankaufsichtlicher Agenden von der nationalen auf die EU-Ebene ist der Wunsch seitens der EU verbunden, die Vertiefung der europäischen Integration voranzutreiben.

Diese neue Aufsichtsarchitektur würde das europäische Bankensystem grundsätzlich feuerfest machen: mehr Eigenmittel senken die Krisenanfälligkeit von Banken, systemische Risiken werden über die makroprudenzielle Aufsicht rechtzeitig adressiert und sollte doch eine große Bank straucheln, sorgt das Abwicklungsregime für einen smoothen Austritt des Institutes aus dem Markt. Mit dem *Bail-in*, durch das Gläubiger an den Verlusten der Banken beteiligt werden, wäre sogar ein deutlicher Umverteilungseffekt von kleinen SparerInnen zu wohlhabenden InvestorInnen erreicht.

Der Bankensektor ist stabiler als noch vor zehn Jahren

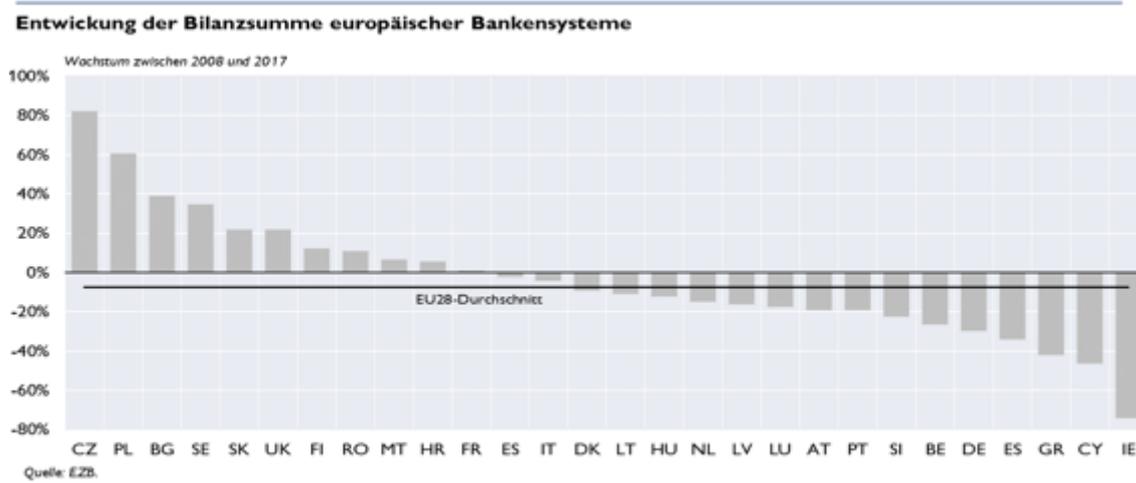
Hat sich aber das neue Regulierungsregime in der Praxis bewiesen und bedeutet dies, dass zukünftige Finanzkrisen weniger dramatische Auswirkungen auf Bevölkerung und Wirtschaft der EU haben?

Wie bereits oben beschrieben, sind im engeren Sinn zwei Indikatoren relevant, um die Stabilität des Bankensektors zu beurteilen, nämlich die Ausstattung der Banken mit Kapital und Liquidität. Die Eigenkapitalausstattung der europäischen Banken hat sich tatsächlich seit 2008 deutlich erhöht. Ende 2017 betrug die durchschnittliche Eigenkapitalquote der europäischen Banken 18 Prozent (EBA 2017), während sie bei Ausbruch der Krise etwa 12 Prozent betrug. Zwar liegen diese 18 Prozent noch deutlich unter den 25 bis 30 Prozent, die von den FinanzwissenschaftlerInnen Anat Admati und Martin Hellwig gefordert werden (vgl. Admati/Hellwig 2013), doch ist den Banken nicht nur der für sie schmerzhafteste Kapitalaufbau gelungen, auch die Qualität des Eigenkapitals hat sich verbessert: das sogenannte *common equity tier 1* (CET1), das die Aufsichtsbehörden vorschreiben, umfasst nun wirklich nur mehr jene Kapitalbestandteile, die tatsächlich verlusttragend sind. Die Eigenkapitalquote kann auch verbessert werden, indem der Anteil riskanter Aktiva (fragwürdige Kredite, hochspekulative Wertpapiere etc.), also der Zähler der Quote, reduziert wird. Auch dies ist in Europa passiert: Im Zuge des sogenannten *deleveraging* haben sich viele Banken von riskanten Portfolien wie Wertpapieren

und Beteiligungen getrennt, deutsche Banken haben etwa auch Schiffahrtsfinanzierungen⁴ zurückgeschraubt.

Ebenso zeigt sich beim Abbau des Liquiditätsrisikos ein verbessertes Bild: Die oben angeführten Liquiditätsrisikomaßnahmen haben gegriffen, und die europäischen Banken sind wesentlich weniger riskant refinanziert als vor der Krise. Während sich einerseits die eher riskante Refinanzierung über den Interbankenmarkt reduziert hat, wurde durch die Einführung der Liquidity Coverage Ratio die Möglichkeit der Banken erhöht, einem Abfluss an Liquidität gegenzusteuern. Bis spätestens 2019 müssen die europäischen Banken diese Ratio vollständig erfüllen, es zeigt sich allerdings schon jetzt, dass die überwiegende Mehrzahl der Banken bereits so weit ist (vgl. EBA 2017).

Die generelle Risikotragfähigkeit des Bankensektors hat sich daher seit Ausbruch der Krise erhöht. Auch eine Reihe weiterer Veränderungen zeigen, dass der Bankensektor in der EU auf die Krise reagiert hat: So ist der europäische Bankensektor auch geschrumpft. Seit der Krise verringerte sich die Bilanzsumme der Banken im Durchschnitt aller 28 EU-Länder um rund 7 Prozent (siehe Grafik 1), auch in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) der EU reduzierte sich die Größe des Sektors. Die Restrukturierung des Sektors seit der Krise zeigt sich auch in einer Abnahme der Anzahl der Banken und der Bankfilialen (vgl. EZB 2017). Wie häufig in der EU hat sich jedoch der Bankensektor in den einzelnen Ländern sehr heterogen entwickelt. In Ländern, die von der Finanzmarktkrise sehr stark betroffen waren, wie Irland, Griechenland, Zypern und Spanien, kam es zu einer deutlichen Reduktion der Bankenbilanzsumme um teilweise bis zu 75 Prozent des Vorkrisenstandes. In diesen Ländern wurden derart viele Aktiva der Banken entwertet (geplatzte Kredite, wertlose Wertpapiere usw.), dass – wie im Fall von Irland – nur mehr ein Viertel der Bilanzsumme der Banken übrigblieb. Aber auch Länder wie Deutschland oder Österreich verzeichnen ein Schrumpfen des Bankensektors. In Deutschland verringerte sich die Bilanzsumme der Banken seit der Krise um 30 Prozent (siehe Grafik 1). Andere Länder wiederum weisen einen größer werdenden Bankensektor auf, auffallend deutlich osteuropäische Länder, allen voran Tschechien, das mit über 80 Prozent ein enorm starkes Kreditwachstum an den Tag legt.



Die Beurteilung dieser Bilanzsummenentwicklung fällt unterschiedlich aus. Während manche ÖkonomInnen in der insgesamt rückläufigen Bilanzsumme der Kreditinstitute einen *credit crunch* vermuten, der ein stärkeres Wirtschaftswachstum in der EU blockiert, sehen andere ÖkonomInnen wiederum eine längst überfällige Bereinigung eines überdimensionierten Sektors (*overbanked*), der

⁴ Die Bilanzen deutscher Banken wie HSH Nordbank, NordLB und Commerzbank wurden dermaßen stark durch Abschreibungen auf Schiffahrtsfinanzierungen belastet, dass sich die EZB (SSM) sogar entschloss, 2017 ein eigenes Schwerpunktprogramm für die Überprüfung von Risiken aus Schiffahrtsfinanzierungen einzurichten.

vor der Krise exzessiv wuchs und aus Profit- und Konkurrenzgründen zu viele nicht nachhaltige Kredite an Haushalte und Unternehmen vergab. Tschechiens derzeitiges Kreditwachstum, zurzeit das stärkste in Europa, wird daher durchgehend als riskant eingeschätzt, und die tschechische Nationalbank hat mittlerweile Maßnahmen ergriffen, um das Wachstum einzudämmen. Der Rückgang der Bilanzsumme ist auch nicht vollständig einem Rückgang der Kredite geschuldet. Vielmehr haben Banken breite Restrukturierungsprogramme gestartet, die auch den Abbau riskanter Wertpapierportfolien und Beteiligungen beinhalten.

Wenn man – wie marxistische ÖkonomInnen – die Krise ab 2008 als eine strukturelle Krise des Kapitalismus begreift, in der sich die gesunkenen Wachstums- und Produktivitätsaussichten kapitalistischer Produktion widerspiegeln (vgl. Kader/Schwarzer 2015), dann ist daher die zweite Erklärung, dass nämlich im Finanzsektor vor der Krise erhebliche Überkapazitäten bestanden, zutreffender. Jahrelang wurden schwache Unternehmen (und bisweilen Haushalte) von Banken alimentiert, deren Rückzahlungsfähigkeit aufgrund mangelnder Einkommen gering war. In diesem Sinn ist aus Perspektive der Finanzmarktstabilität positiv zu bewerten, dass der Bankensektor in der EU schrumpft.

Kompensiert wurde der Rückgang im Bankensektor durch zwei Gegenbewegungen: einerseits wächst der Markt für Unternehmensanleihen in der EU, das heißt europäische Unternehmen finanzieren sich zunehmend über *bonds* auf Kapitalmärkten und weniger über Bankkredite. Aus Risikosicht ist das eine erfreuliche Entwicklung, wenn Unternehmen ihre Finanzierung diversifizieren und nicht ausschließlich von Banken abhängig sind. Anleihemärkte sind in der Regel auch verhältnismäßig stabile Segmente des Finanzmarktes und nicht zu vergleichen mit bestimmten Derivatmärkten, die vorwiegend der Spekulation dienen. Andererseits ist allerdings auch ein anderes Segment des Finanzmarktes stark angewachsen, nämlich der sogenannten Schattenbankensektor (siehe unten). Hier liegt jedenfalls der Verdacht nahe, dass Aktivitäten, die früher über Banken abgewickelt wurden, in ihn gewandert sind, einem Sektor, der weniger reguliert als der Bankensektor ist, und damit neue Gefahren für die Finanzmarktstabilität entstanden sind.

Too-big-to-fail ist jedoch noch nicht gelöst

Während also eine Reihe von Veränderungen im europäischen Bankensektor zur Erhöhung der Krisenresilienz geführt hat, gibt es auch Tendenzen, die, je länger die Finanzkrise zurückliegt, diese positiven Entwicklungen abschwächen. Zunächst, weil – wie schon in der Vergangenheit – viele der geplanten Reformen an der Umsetzung scheitern: mit zunehmendem Abstand⁵ zur Krise nahmen sich Banken wieder mehr heraus und waren im Lobbying erfolgreich: EZB und EU-Kommission stehen mittlerweile auf der Bremse, wenn es um höhere Kapitalanforderungen für Banken geht. Gemeinsam haben sie Mitte 2016 beschlossen, einen Teil der Kapitalanforderungen eher unverbindlich in eine sogenannte *pillar II guidance* zu schieben, wodurch der tatsächlich zu haltende Eigenkapitalanteil reduziert wird⁶. Auch die gesetzlich vorgesehene Beschränkung der Auszahlung von Gewinnen und Dividenden für Banken, die die Eigenkapitalanforderungen nicht erfüllen („Ausschüttungssperren“), wurde aufgeweicht⁷. Hinsichtlich der Ausschüttungspolitik zeigt sich gerade 2017/2018 eine unerfreuliche Entwicklung: anstatt Kapital aufzubauen, haben die europäischen Banken für die Bilanz 2017 hohe Dividenden ausgeschüttet. Kapital und Dividenden stehen in einem inversen Verhältnis: Die Bank kann ihre Gewinne entweder dem Eigenkapital zuweisen und die Verlustpuffer erhöhen oder sie kann die Gewinne gänzlich oder zum Teil an ihre AktionärInnen ausschütten, wodurch die Risikotragfähigkeit der Bank geschwächt wird. Natürlich müssen ab und zu Ausschüttungen erfolgen, da sonst die Bank keine AktionärInnen mehr findet, die investieren. Doch wann und wie hoch diese ausfallen, ist eben umstritten. Vor allem gibt es im Euroraum Hinweise darauf, dass die

⁵ In der regulierungstheoretischen Literatur wird dieses wiederkehrende Phänomen als „disaster myopia“ bezeichnet, nämlich, dass die Regulierungsdichte abnimmt, je mehr Zeit nach einer Krise vergeht (vgl. Guttentag 1986).

⁶ Bank Supervisors' Bark May Exceed Bite on EU Capital Revamp”, www.bloomberg.com (26.8.2016).

⁷ „ECB Seeks Flexibility to Allow Payouts When Banks Lose Money”, www.bloomberg.com (19.2.2016).

erwirtschafteten Gewinne bei vielen Banken nicht aus dem operativen Geschäft stammen, sondern die Profitabilität erhöht wurde, indem Risikoversorgen vermindert wurden. Diese sogenannten Wertberichtigungen stellen Kosten für Banken dar, sie müssen bei drohenden Verlusten gebildet werden. Da die Konjunktur im Euroraum derzeit anzieht, sehen Banken und ihre WirtschaftsprüferInnen die Kredite und andere Aktiva nicht mehr gefährdet und Wertberichtigungen können aufgelöst werden. Bilanztechnisch führt dies zu Gewinnen, die jedoch eben nicht aus dem operativen Kreditgeschäft selbst stammen. In den USA sind die Ausschüttungen 2018 ähnlich problematisch, da die ausgeschütteten Gelder nicht ausschließlich aus Gewinnen stammen, sondern auch bestehende Reserven antasten. Selbst die *Financial Times* schreibt: „Large US banks are poised to hand over more capital to investors than they are generating from their businesses for the first time since the 2008 crisis, lowering their defences against another catastrophic shock to the financial system.“⁸ Insgesamt zeigt sich daher eine Entwicklung, dass vormals erreichte Verbesserungen in der Kapitalausstattung der Banken langsam wieder aufgeweicht werden und die Banken in die nächste Krise erneut unterkapitalisiert gehen könnten.

Die Reorganisation der Bankenaufsicht, also die Konzentration der Beaufsichtigung großer Institute bei der EZB, hilft hier kaum weiter. Medienberichten zufolge ist beim SSM der nationale Lobbyismus nur eine geografische Ebene höher gerückt, und die Interventionen von Banken finden nun auf EZB-Ebene statt. Hinzu kommt, dass die nationalen Aufsichten, die im Beaufsichtigungsgremium des SSM sitzen, sich sehr stark für ihre nationalen Bankensysteme einzusetzen scheinen und nach dem Motto „Helf ich Dir, hilfst Du mir“ Vorteile für ihre nationalen Champions herauschlagen. Denn entgegen den Globalisierungstendenzen ist der Bankenmarkt in der EU nach wie vor sehr national geprägt (vgl. EZB 2018) und insbesondere die westeuropäischen Staaten legen großen Wert darauf, ihre heimischen Großbanken zu erhalten und zu stärken. Aber auch osteuropäische Staaten neigen vermehrt dazu, die Dominanz ausländischer Banken auf ihren Kreditmärkten zurückzudrängen. Grundsätzlich haben sich grenzüberschreitende Tätigkeiten zwischen europäischen Banken – ein Zeichen von finanzieller Integration – seit der Krise deutlich verringert und Bankenübernahmen fanden vorwiegend national statt (etwa zwischen Banco Santander und Banco Popular). Dies ist mit ein Grund, warum die Europäische Kommission die Initiative zur Kapitalmarktunion ins Leben gerufen hat, die die Vertiefung der europäischen Kapitalmärkte zum Ziel hat.

Auch bei der Umsetzung der zweiten zentralen Säule der Bankenregulierung, dem oben beschriebenen Abwicklungsregime, zeigen sich Aufsicht und Politik inkonsequent und inkonsistent, wodurch die Sanierung und Abwicklung von Banken erschwert wird. Besonders auffällig zeigte sich die zögerliche Haltung im Fall der italienischen Bank Monte dei Paschi di Siena, eine der ersten strauchelnden Banken im Euroraum, die nach der neuen Abwicklungsrichtlinie (BRRD) behandelt wurde. Anstatt diese Bank gemäß der Richtlinie abzuwickeln und ihre GläubigerInnen einem *Bail-in* zu unterwerfen, wurde diese Bank auf Wunsch der italienischen Aufsicht und Regierung staatlich aufgefangen. In der Tat erlaubt auch die BRRD im Ausnahmefall (!) eine staatliche Unterstützung, die sogenannte *precautionary recapitalisation*, also eine „vorausschauende Rekapitalisierung“, allerdings nur unter bestimmten Voraussetzungen. Obwohl die Voraussetzungen für eine solche Rekapitalisierung nicht vorlagen⁹, genehmigte die EU-Kommission nach zähen Verhandlungen die staatliche Rettung. Da die Bank bereits mehrmals Kapitalspritzen vom italienischen Staat erhalten hatte. Sie sitzt noch immer auf einem immensen Berg fauler Kredite und ist nicht mehr in der Lage, über privates Kapital zu mobilisieren. Mit der staatlichen Rekapitalisierung versenkt man erneut öffentliche Gelder in einer augenscheinlich kaputten Bank. Neben der Monte dei Paschi umfasst das italienische Rettungspaket in der Höhe von etwa 20 Milliarden Euro auch noch kleinere italienische Banken wie die Volksbanken von Vicenza und Veneto, Banken, die vermutlich aufgrund ihrer geringen Größe ohne größere Verwerfungen aus dem Markt hätten ausscheiden können. Zunächst war zu befürchten, dass mit dieser Entscheidung ein Präzedenzfall für abzuwickelnde Banken und *Bail-ins* geschaffen wurde. Allerdings zeigte sich nur wenige Monate später, dass sich der Umgang von Politik und Aufsicht mit

⁸ „US banks poised for \$170bn in shareholder payouts“, *ft.com* (17.6.2018).

⁹ „Italy Clears Hurdle in Monte Paschi Rescue Without Even Trying“, *www.bloomberg.com* (9.1.2017).

Krisenbanken noch in einem Suchprozess befindet. Dies wird am Beispiel der spanischen Banco Popular deutlich.

Auch bei der Banco Popular zeichnete sich ein längerer Abwärtstrend ab, sowohl hinsichtlich ihrer Kapital- wie auch der Liquiditätssituation. Bereits 2015 unterband die Aufsicht daher Expansionspläne der Bank nach Portugal und Mittelamerika und forderte Maßnahmen, um die angespannte Liquiditätssituation der Bank zu verbessern. Doch aufgrund der Immobilienkrise in Spanien und dem hohen Anteil notleidender Immobilienkredite in der Bilanz der Bank rutschte die Institution tiefer in die Krise, bis sie von der EZB am 6. Juni 2017 als „*failing*“ eingestuft wurde. Wie bei der Monte hatte sich nun die Frage gestellt, ob die Bank mit öffentlichen Geldern (*Bail-out*) aufgefangen werden muss, oder ob ein *Bail-in* und eine privatwirtschaftliche Lösung möglich ist. Anders als bei den italienischen Banken wurde die Banco Popular am Ende ohne zusätzliche Staatshilfe abgewickelt. Das wurde aufgrund der Übernahme durch die größte spanische Bank möglich, Banco Santander, sowie einem teilweisen *Bail-in*. Ein Teil des Eigenkapitals musste völlig abgeschrieben werden und die Eigenkapitalgeber daher die Verluste tragen. Allerdings wurden für bestimmte Gläubiger (Kleinanleger) Kompensationen vorgesehen, deren Kosten aber auch die übernehmende Banco Santander trägt – nicht die öffentliche Hand. Insgesamt kann die Rettung der Banco Popular als erfolgreiches Beispiel im Rahmen des neuen europäischen Abwicklungsregimes betrachtet werden. Dies war auch möglich, weil die möglichen Auswirkungen auf andere Banken als gering eingeschätzt wurden. Sehr häufig werden nämlich bei Bankinsolvenzen Ansteckungseffekte auf andere Banken befürchtet, wodurch sich ein Staat einmal mehr geneigt sieht, öffentliche Mittel zur Verfügung zu stellen. Marktindikatoren zeigen jedoch, dass die Krise der Banco Popular auf andere spanische Banken keine Auswirkungen hatte. Grundsätzlich zeigt der Fall, dass eine relevante Bank aus dem Markt ohne staatliche Hilfe ausscheiden kann, ohne andere Banken oder das Bankensystem in Gefahr zu bringen.

Aus diesen Fällen lässt sich zunächst der Schluss ziehen, dass es noch keine konsistente Vorgehensweise bei Abwicklungsfällen gibt. Das heißt aber auch, dass die Wahrscheinlichkeit, dass öffentliche Mittel für die Bankenrettung aufgewendet werden müssen, nach wie vor existiert. Verstärkt wird diese Wahrscheinlichkeit auch durch die unzureichenden Vorsorgen, die für Abwicklungsfälle getroffen wurden. Allen voran ist der Single Resolution Fund (SRF) zu nennen, der im Zuge der Errichtung der Bankenunion eingerichtet wurde und in den Banken vorsorglich Gelder einzahlen müssen, die dann im Abwicklungsfall verwendet werden können. Bis 2023 sollen 55 Milliarden Euro eingezahlt werden. Wie bescheiden diese Summe ist, zeigt ein simpler Vergleich: in unmittelbarer Folge der Krise wurde in der EU 480 Milliarden Euro an direkter Bankenhilfe vom Staat zur Verfügung gestellt, darüber hinaus übernahm die öffentliche Hand Haftungen für kritische Bankbilanzteile in Höhe von 503 Milliarden Euro. Die Bilanzsumme der größten Bank im Euroraum, der BNP Paribas, ist 40 Mal so groß wie der SRF, selbst vergleichsweise mittelgroße Banken wie die UniCredit haben eine Bilanzsumme, die fast 20 Mal so groß ist wie die Mittel im SRF. Der SRF wäre damit in einer Krise stark vom öffentlichen Rettungsanker (*fiscal backstop*) des European Stability Mechanism (ESM), der aus öffentlichen Geldern der Mitgliedsstaaten gespeist wird, abhängig.

Eine weitere Baustelle stellt das Vorhaben der EU-Kommission dar, eine einheitliche gemeinsame Europäische Einlagensicherung (EDIS) als dritte Säule der Bankenunion zu etablieren. Ziel wäre, alle gesicherten Einlagen (bis 100.000 Euro) über einen gemeinsamen Fonds, der von allen Banken im Euroraum gefüllt wird, abzusichern und damit zu einer Vergemeinschaftung von Risiken beizutragen. Bekanntlich scheitert EDIS vor allem am Widerstand Deutschlands, das nicht für die Probleme vor allem südeuropäischer Länder aufkommen will. Dabei wird übersehen, dass nicht ausschließlich südeuropäischer Länder ein Problem für die Einlagensicherung sein könnten, sondern vor allem Länder, deren Banken sich stark über private Einlagen (*retail deposits*) finanzieren – wie zum Beispiel Österreich - profitieren würden. In diesen Ländern ist nämlich die Tragfähigkeit der Einlagensicherung aufgrund des hohen Volumens an gesicherten Einlagen bei gleichzeitig niedrigen Volumina in den Einlagensicherungstöpfen – nur 0,8 Prozent der gesicherten Einlagen müssen bis

2024 einbezahlt werden – unbefriedigend gering, weshalb am Ende wiederum staatliche Garantien greifen würden.

Jüngst wurde in der EZB auch die Möglichkeit einer weiteren öffentlichen Garantie (*fiscal backstop*) für die Bereitstellung von Notfallliquidität (*emergency liquidity assistance*) in Abwicklungsfällen diskutiert. Insgesamt haben sich damit seit Beginn der Krise die potenziellen *fiscal backstops* deutlich erhöht. Deshalb kann das bittere Fazit getroffen werden, dass die *too-big-to-fail*-Problematik in Europa bzw. im Euroraum noch lange nicht gelöst ist und die Wahrscheinlichkeit, dass erneut öffentliche Gelder in Bankenrettungen fließen, hoch ist.

Zudem wächst der Schattenbankensektor

Neben den Banken könnten sich auch in anderen Segmenten des Finanzmarktes neue Risiken aufbauen und für Europa wird dies am ehesten im Schattenbankensektor vermutet. Mit dem Schattenbankensektor werden grundsätzlich Bankaktivitäten erfasst, die von „Nicht-Banken“, also Finanzintermediären ohne Bankkonzession, ausgeübt werden. Dazu zählen insbesondere die Kreditvergabe und -vermittlung, die Fristen- und Liquiditätstransformation und der Kreditrisikotransfer. Eine genaue Definition dieses Sektors ist schwierig, da es keine genauen Daten über die Aktivitäten von (teilweise nicht-regulierten) Finanzintermediären gibt. Grundsätzlich ist die Bilanzsumme des gesamten Schattenbankwesens in der EU mit 40 Billionen Euro gewaltig, das entspricht 272 Prozent des BIP der EU, bzw. entfallen auf diesen Sektor rund 40 Prozent der Bilanzsumme des europäischen Finanzmarktes (vgl. ESRB 2017). Er ist insbesondere seit 2012 stark gewachsen, und zwar um 30 Prozent. Das sind zunächst enorme Summen, doch nicht alle Bestandteile des Sektors sind mit hohen Risiken verbunden. Denn die international üblichen Definitionen für diesen Sektor beinhalten auch viele Finanzinstitutionen und Aktivitäten, die gut reguliert und für den Finanzmarkt funktional sind. Dazu zählen etwa auch Investment- und Geldmarktfonds, grundsätzlich also Anlagensegmente, die eine lange Geschichte haben und – wie etwa der Investmentfondsmarkt – in Europa intensiv beaufsichtigt werden. Länder mit bedeutsamen Kapitalmärkten wie die USA und Großbritannien wehren sich daher auch immer gegen eine Einbeziehung dieser Instrumente in die Schattenbankdefinition. Riskanter erscheinen hingegen andere Finanzmarktinstitutionen¹⁰ wie *special purpose vehicles* (SPVs), *security and derivative dealers* (SDDs) oder *financial corporations engaged in lending* (FCLs), deren Aktivitäten banknahe sind (wie zum Beispiel Kreditgewährung, Einlagengewährung etc.), die aber nicht so engmaschig wie Banken reguliert werden. Der Europäische Rat für systemische Risiken (ESRB) schätzt daher ein, dass der steigende Anteil dieses Sektors, in dem einige Institutionen einen hohen Verschuldungsgrad (*leverage*) aufweisen und teilweise Liquiditätsproblemen¹¹ ausgesetzt sind, zu steigenden Risiken für die Finanzmarktstabilität führen können (vgl. ESRB 2017). Ebenso sieht auch der ESRB selbst einen Zusammenhang zwischen dem schrumpfenden Bankensektor in der EU und dem Ansteigen des Schattenbankensektors. Insgesamt kann zur Lage des Bank- und Finanzsektors in der EU das Fazit gezogen werden, dass trotz erhöhter Regulierung eine neue Krise nicht ausgeschlossen werden kann und dass auch das Ausmaß zukünftiger Krisen größer wird. Dafür spielen sowohl politische wie auch ökonomische Gründe eine Rolle: Politisch zeigt sich, dass die Instrumente, die im Zuge der Banken-Reregulierung eingeführt wurden, nicht konsequent genug angewandt werden. Welche Interessen verhindern die Umsetzung zielführender bankenregulatorischer Maßnahmen? Dies ist schwierig zu beantworten, da sich die Interessenslagen der einzelnen Akteurs- und Interessensgruppen nicht eindeutig zuordnen lassen und diese über den Lauf der Zeit widersprüchliche Strategien verfolgt haben (vgl. Meyer u.a. 2014). Die Krise ab 2008 war so ungewöhnlich und weitreichend, dass sie das herrschende Lager überfordert hat.

¹⁰ Für genaue Definitionen siehe ESRB 2017

¹¹ Zahlreichen Aktivitäten (insbesondere alle Arten von Fonds) ist ein genuines Liquiditätsrisiko gemein, dass darin besteht, dass die AnlegerInnen ihr in diese Fonds investiertes Vermögen relativ rasch abziehen können, während der Fonds selbst dieses Vermögen in der Regel langfristig investiert. Bei einem plötzlichen breiten Abzug an Geldern durch AnlegerInnen geraten daher diese Fonds in Liquiditätsschwierigkeiten. Einige Länder in der EU begegnen diesem Problem mittlerweile mit nationalen Regulierungen (etwa Mindestveranlagungsfristen).

Die Bearbeitungsstrategien in der Krise gleicht einem Suchprozess, in dem sich die Akteure und ihre Interessen erst finden und rekonstituieren müssen.

Das konservative Lager war zunächst gespalten, da einerseits Kapitalfraktionen, die in unterschiedlichem Ausmaß fiktives und reales Kapital akkumulieren, unterschiedliche Interessen hatten und andererseits selbst innerhalb der Fraktion des Finanzkapitals Bruchlinien hinsichtlich der Krisenbewältigungsstrategien auftraten. Während von den Bankenrettungen die Banken selbst und ihre Gläubiger profitieren, schlagen sich die Kosten der Bankenrettungen empfindlich auf die Budgets der Staaten nieder und bringen konservative, austeritätsorientierte FinanzministerInnen in Erklärungsnotstand, weshalb ziemlich bald nach den Bankenrettungen eine diskursive Umdeutung der Finanzmarktkrise in eine Staatsschuldenkrise erfolgte. Zu Beginn der Krise leistete die Banken- und Finanzindustrie vergleichsweise wenig Widerstand gegen verstärkte Regulierung, da sie von Rettungsmaßnahmen und Übernahmen der Verluste durch die öffentliche Hand abhängig waren. In den letzten zwei bis drei Jahren werden hingegen die Stimmen im Bankensektor lauter, die von einer „Über“-Regulierung sprechen. Die hängt zum Teil mit dem politischen Rechtsruck in Europa zusammen, im Zuge dessen sich konservative PolitikerInnen stärker für die Interessen der Banken einsetzen. Die Gründung der Bankenunion wurde von der Banken- und Finanzindustrie befürwortet, erhofften sich die IndustrievertreterInnen davon ein *level playing field* in der Beaufsichtigung sowie insbesondere grenzüberschreitend tätige Banken eine Aufsicht anstatt mehrere Aufsichten in verschiedenen Jurisdiktionen.

Sowohl bei der Beeinflussung der Regulierungsvorhaben wie auch bei der Aufsichtspraxis des SSM zeigt sich ein starker nationaler Bias: Banken und Aufsicht handeln oft im „nationalen Interesse“, um nationale Wettbewerbsvorteile eines nach wie vor sehr national ausgerichteten Bankensektors zu schützen (vgl. Quaglia/Spendzharova 2017). Dieser Banken-„Nationalismus“ verstärkt sich im Zuge der Desintegrationstendenzen innerhalb der EU, die zu einer Spaltung der EU in Zentrums- und Peripherieländer führen.

In letzten Jahren haben sich offenbar vermehrt die Ansprüche von InvestorInnen deutlicher durchgesetzt: sie pochen verstärkt auf Gewinn- und Dividendenausschüttungen und angesichts der neuen Zahlen zu den Ausschüttungsquoten dürften sie damit sowohl in der EU wie auch in den USA Erfolg gehabt haben. Die Bankenaufsicht hat dem wenig entgegengesetzt.

Die Geldpolitik wiederum spaltete das Finanzkapital: während Investmentbanken von den sinkenden Zinsen profitieren, da diese die Wertpapierpreise in die Höhe treiben, führen die niedrigen Zinsen zu einer Erosion der Ertragslage von Geschäftsbanken, deren wichtigste Einkommensquelle versiegt, der Zinsertrag. Auf konservativer Seite zeigt jedoch eine Analyse von Kräfteverhältnissen bzw. Akteurskonstellationen im Zuge der Krisenbearbeitung, dass eine Koalition von konservativen PolitikerInnen und ihrer traditionellen Klientel von Wohlhabenden, Unternehmen, InvestorInnen, GläubigerInnen und Banken versucht, die Kosten von Banken Krisen weiterhin der Allgemeinheit aufzubürden (vgl. Meyer u.a. 2014, Kallert 2017).

Etwas überraschender fällt die Rolle der sozialdemokratischen Kräfte und der Gewerkschaften bei der Bankenrettung aus: Bei den zentralen Bankenrettungen im deutschsprachigen Raum – IKB Deutsche Industriebank AG und der Hypo Real Estate in Deutschland; Hypo Alpe Adria Group und der Volksbank AG in Österreich – verhielten sich diese politischen Kräfte passiv zustimmend bis aktiv befürwortend (vgl. Kallert 2017). Sehr stark dürfte in den Interessensvertretungen der Lohnabhängigen die Erfahrung der Weltwirtschaftskrise von ab 1929. eine Rolle spielen, als das Ausbleiben geld- und bankenpolitischer Rettungsversuche zu einer fatalen Banken- und Wirtschaftskrise sowie Massenarmut und -arbeitslosigkeit führte. Dies erklärt vermutlich auch, warum die Bankenrettungspakete in unmittelbarer Folge der Krise 2008 in Ländern mit sozialdemokratischer Regierungsmehrheit höher ausfielen (vgl. Weber/Schmitz 2010). Gleichzeitig zählen im Zuge des Rechtsrucks der Sozialdemokratie in der EU und ihrem verstärkten Rekurs auf die „Mittelschicht“ nun auch GläubigerInnen zum Klientel sozialdemokratischer Parteien und PolitikerInnen, wie sich etwa im Fall der Monte dei Paschi zeigt. Die eng mit sozialdemokratischer Politik in der Toskana vernetzte Bank sollte auch deshalb gerettet werden, um ihre KleinanlegerInnen zu schützen und diese nicht in

die Hände der populistischen 5-Sterne-Bewegung zu treiben. Kontinuierlich bedienten PolitikerInnen und Medien das Bild von „Kleinanlegern“ und suggerierten damit, dass es sich bei den Monte-GläubigerInnen um wenig privilegierte Bevölkerungsgruppen handele. Repetitiv wurden Geschichten von PensionistInnen und Großmüttern erzählt, die um ihre Ersparnisse gebracht würden, und ein Anwalt von GläubigervertreterInnen(!) gab PR-geschult zu Protokoll: „Many of my clients are factory workers [...] who lost all the savings they had.“¹² Dieses Narrativ hält jedoch den statistischen Fakten nicht stand: Der Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der EZB zeigt, dass nur rund 5 Prozent der italienischen Haushalte überhaupt Bankanleihen besitzen. Diese sind mehr als doppelt so vermögend wie der italienische Durchschnittshaushalt und zählen mit ihrem durchschnittlichen Einkommen zu den Top 12-Prozent der italienischen Haushalte (vgl. Lindner/Redak 2017). Damit gehören sie in der Mehrheit nicht zu den finanziell vulnerablen Haushalten. Durch staatliche Beihilfe und einen Verzicht auf ein *Bail-in* wurden also GläubigerInnen verschont, die aufgrund ihrer Vermögens- und Einkommenssituation eine hohe Resilienz gegenüber finanziellen Krisen aufweisen. Vulnerabel sind hingegen jene Haushalte, die über ein kleines Sparvermögen verfügen bzw. überhaupt überschuldet sind. Diese ärmeren Bevölkerungsschichten, die in der großen Mehrheit sind, werden durch die Rettung von Banken benachteiligt, weil die Milliarden an Rettungsgeldern anderswo im Budget eingespart werden müssen, etwa bei Sozialleistungen. Der italienische Krisenfall zeigt sehr deutlich, wie im Zuge von Bankenrettungen die Durchsetzung von Partikularinteressen (Gläubiger, Vermögende, Banken) als Allgemeininteresse gelang und sich die Sozialdemokratie vielfach diesem Konsens anschloss, wenn sie ihn nicht sogar aktiv betrieb. Den Aufstieg populistischer Parteien konnte sie damit dennoch nicht verhindern.

Die strukturelle Krise des europäischen Kapitalismus bleibt unterbelichtet

Parteiübergreifenden und grenzüberschreitenden Konsens gab es während der Wirtschaftskrise in Europa auch hinsichtlich der Privilegierung von Wachstum auf Kosten von Finanzmarktstabilität. Obwohl empirische Studien zeigen (vgl. Gambacorta/Shin 2016; National Bank of Belgium 2016), dass besser kapitalisierte Banken mehr Kredite vergeben und höhere Eigenmittelquoten nicht zu einem *credit crunch* führen, wird in der Öffentlichkeit gerne vermittelt, dass strengere Kapitalvorschriften die Kreditvergabe in Europa behindern würden. Genuines Interesse an einem diesbezüglichen Diskurs haben Banken, die mitunter sogar ihre Betriebsräte davon überzeugen, gegen die Aufsicht zu polemisieren, mit dem irreführenden Argument, die strengen regulatorischen Vorgaben würden das Geschäft zerstören, weshalb Arbeitsplätze reduziert werden müssten. De facto verhält es sich gerade umgekehrt: Werden Banken locker beaufsichtigt und bauen sie neue Risiken auf, indem sie einem schwächelnden europäischen Unternehmenssektor weiterhin Kredite vergeben, baut sich lediglich die nächste schwere Wirtschaftskrise mit entsprechenden Auswirkungen auf die Arbeitslosigkeit auf. Hier zeigt sich auch die negative Verzahnung mit der Geldpolitik: Diese möchte die Kreditvergabe eines Bankensektors stimulieren, der noch auf den Überresten der letzten Kreditblase sitzt und keineswegs als stabil bezeichnet werden kann: Der hohe Anteil an faulen Krediten vorwiegend im Unternehmenssektor zeugt davon, dass die europäischen Banken die Ertragschancen von Unternehmen in den letzten Jahrzehnten erheblich überschätzt hatten. Zwar gelang es über einen gewissen Zeitraum, die strukturelle Krise der Unternehmen durch Ausweitung der Kreditvergabe zu überwinden. Sinken nämlich die Profite, können Unternehmen ihre Investitionen nicht mehr mit dem Überschussprofit der Vorperiode finanzieren, sondern müssen zunehmend auf Kredite von Banken zurückgreifen (vgl. Guttman 1996). Mit dem Platzen vieler Unternehmenskredite kam es jedoch zu einer Entwertung des eingesetzten (Kredit-)Kapitals. Solange die Profitabilität realwirtschaftlicher Investitionen jedoch niedrig ist, hilft das weitere Fluten der Märkte mit Geld nicht, sondern verschärft möglicherweise durch das Entstehen einer weiteren Wertpapier- und Kreditblase die realökonomischen Ungleichgewichte (vgl. Kader/Schwarzer 2015). Eine beliebte Metapher in diesem Zusammenhang sagt: Kredite an eine schwächelnde Wirtschaft vergeben ist wie einem Alkoholkranken ein Glas Wein anbieten.

¹² „Warum Renzi lieber Reiche rettet“, <http://mosaik-blog.at> (9.7.2016).

Aus ökonomischer Sicht stellen Finanzmarktkrisen eine Funktion der wirtschaftlichen Konjunkturlage dar. Das Platzen von Krediten und Wertpapieren ist nicht allein dem unvorsichtigen und spekulativen Verhalten von Finanzmarktakteuren geschuldet, sondern in der Entwertung der Finanzinstrumente spiegelt sich auch eine Wachstums- und Profitabilitätskrise entwickelter Volkswirtschaften wider (vgl. Kader 2018). In den hohen Volumina an faulen Krediten, die am Höhepunkt der Krise 800 Milliarden Euro allein im Euroraum erreichten (vgl. IMF 2014), zeigt sich eine strukturelle Krise kapitalistischer Ökonomien. Mittlerweile gibt es empirische Studien, die zeigen, dass sich die Wachstumsraten im Kapitalismus über die letzten 100 Jahre kontinuierlich abgeschwächt haben (insbesondere Gordon 2016). Zwar gab es immer wieder Perioden wirtschaftlichen Aufschwungs nach Krisen, doch die Wachstumsraten waren jeweils niedriger als vor der Krise. In der EU lässt sich über einen längeren Zeitraum ein Niedergang der Produktivität feststellen. Daten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zeigen, dass sich seit den 1990er Jahren das Potenzialwachstum¹³ in der EU jährlich um einen Prozentpunkt abgeschwächt hat (vgl. Ollivaud u.a. 2016). Außerdem ist in den letzten Jahrzehnten eine längerfristige Abschwächung der Profitabilität zu beobachten, die nicht nur zyklische, sondern strukturelle Ursachen hat (ebd.). Besorgt merken OECD-ForscherInnen dazu an: „This has raised questions about our societies’ ability to make good on promises to current and future generations” (Andrews/Petroulakis 2017). Dieser Niedergang der europäischen Ökonomie – Ausdruck der strukturellen Krise des europäischen Kapitalismus – wird sich früher oder später erneut in Bankbilanzen oder auf Wertpapiermärkten zeigen.

Vanessa-Maria Redak arbeitet bei der Österreichischen Nationalbank in der Abteilung für Finanzmarktstabilität und Makroprudenzielle Aufsicht.

Literatur

Abiad, Abdul/Mody, Ashoka (2005): Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?. In: The American Economic Review 95(1): 66-88.

Admati, Anat/Hellwig, Martin (2013): The Bankers’ New Clothes: What’s Wrong with Banking and What to Do about It. Princeton.

Andrews, Dan/Petroulakis, Filippos (2017): Breaking the shackles. Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe, OECD Economics Department Working Papers 1433. Paris.

Döme, Sophia u.a. (2016): The changing role of macroprudential policy in Austria after World War II. In: Monetary Policy and the Economy Q3-4/16: 163-187.

EBA, European Banking Authority (2017): EBA Report on Liquidity Measures under Article 509(1) of the CRR. London.

ESRB, European Systemic Risk Board (2017): EU Shadow Banking Monitor, No. 2. Frankfurt/M.

EZB, Europäische Zentralbank (2017): Report on financial structures. Frankfurt/M.

EZB, Europäische Zentralbank (2018): Financial integration in Europe. Frankfurt/M.

Gambacorta, Leonardo/Shin, Hyun Song (2016): Why bank capital matters for monetary policy, BIS Working Papers No. 556.

¹³ Das Potenzialwachstum beschreibt die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts bei optimaler Auslastung der vorhandenen Kapazitäten, ohne dass es Druck auf die Inflation gibt. Das Potenzialwachstum ist keine fixe Größe, sondern muss geschätzt werden.

- Gordon, Robert J.: (2016) *The Rise and Fall of American Growth*. Princeton.
- Guttentag, Jack M. (1986): *Disaster Myopia in International Banking*. Princeton.
- Guttman, Robert (1996): Die Transformation des Finanzkapitals. In: *PROKLA* 26(2): 165-195.
- Henry, Roland/Redak, Vanessa (2013): Geldverhältnis und Krise. In: Atzmüller, Roland u.a. (Hg.): *Fit für die Krise? Perspektiven der Regulationstheorie*. Münster: 239-257.
- IMF, International Monetary Fund (2014): *Global Financial Stability Report*. Washington/DC.
- Kader, Maria (2018): Money for nothing... Kapitalistische Wachstumsversprechen als Illusion. In: Nuss, Sabine (Hg.): *Der ganz normale Betriebsunfall. Viermal Marx zur globalen Finanzkrise*. Berlin i.E.
- /Schwarzer, Uli (2015): Akkumulation reloaded. Wie Notenbanken und Staaten die Profite retten. In: *PROKLA* 45(2): 277-296.
- Kallert, Andreas (2017): Die Bankenrettungen während der Finanzkrise 2007-2009 in Deutschland. Zur Kritik der Systemrelevanz. Münster.
- Lindner, Peter/Redak, Vanessa (2017): The resilience of households in bank bail-ins, in: *Financial Stability Report*, Oesterreichische Nationalbank, Nr. 33: 88-101.
- Meyer, Franziska/Schneider, Etienne/Schröcker, Silvia (2014): Gläubiger mit blauem Auge davongekommen. Die Abwicklung der Hypo Alpe Adria und die Konflikte im Block an der Macht. In: *Kurswechsel* 4/2014: 71-84.
- National Bank of Belgium (2016): The transmission mechanism of credit support policies in the Euro Area. Working Paper Research No 302.
- Ollivaud, Patrice/Guillemette, Yvan /Turner, David (2016): Links between weak investment and the slowdown in productivity and potential output growth across the OECD, OECD Economics Department Working Papers 1304. Paris.
- Quaglia, Lucia/Spendzharova, Aneta (2017): Post-crisis reforms in banking: Regulators at the interface between domestic and international governance. In: *Regulation & Governance* 11(4): 422-437.
- Redak, Vanessa (2006): Risks, Ratings and Regulation: Toward a Reorganization of Credit via Basel II?. In: Mooslechner, Peter u.a. (Hg.): *The Political Economy of Financial Market Regulation*. Cheltenham: 191-213.
- (2009): Der Interbankenmarkt: Aufgaben – Probleme – Lösungen. In: *Beiträge zur Wirtschaftspolitik*, Nr. 23, Arbeiterkammer Wien. Wien.
- Weber, Beat/Schmitz, Stefan (2010): Wer bietet mehr? Bestimmungsfaktoren der EU-Bankenhilfspakete in der Finanzkrise 2008/09. In: *Kurswechsel* 1/2010: 87-100.

Was sollen Banken künftig tun? Ein Vergleich der Krisendiagnostik und Reformdynamik in Deutschland und Frankreich

Eileen Keller

Wenn man ausgehend von der jüngsten Finanzkrise problemadäquate Lösungen für die Gestaltung künftigen sozialen Wandels entwickeln möchte, reicht es nicht, aus multidimensionaler Perspektive unterschiedliche Vorkrisenentwicklungen zu diagnostizieren, die zur Entwicklung und Ausbreitung der Großen Rezession führten. Entscheidend hierfür ist, wie die Vorkrisenentwicklungen und die Krise selbst retrospektiv in zentralen handlungs- und entscheidungsrelevanten Foren rezipiert und bewertet werden und welche Schlussfolgerungen aus ihr prospektiv für künftige Entwicklungen gezogen wurden. Umfassende sozialwissenschaftliche Krisendiagnostik muss sich deshalb auch mit der Rezeption der Krise und den hieraus resultierenden Handlungs- und Reformprioritäten aus der Perspektive relevanter Akteure befassen.

Mit genau dieser Frage habe ich mich in meiner bisherigen Forschung beschäftigt. Im Mittelpunkt der Untersuchung stand dabei die Frage, wie die künftige Rolle der Banken in Deutschland und Frankreich nach der Finanzkrise verhandelt wurde – schließlich waren es jene Institutionen, die massiv mit Steuergeldern und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen gestützt werden mussten. Die Untersuchung basiert auf einer umfassenden Dokumentenanalyse sowie 69 Interviews mit zentralen Entscheidern aus Politik, Verwaltung und Finanzwirtschaft.

Zu meiner eigenen Überraschung musste ich feststellen, dass sich die Lehren, die in den beiden Ländern aus der Finanzkrise gezogen wurden, deutlich voneinander unterscheiden: Während die Krise in Deutschland vor allem als eine Finanzmarktkrise verstanden wurde, verursacht durch eine verfehlte Geschäftspolitik einzelner Banken, die sich vom klassischen Bankgeschäftsmodell entfernt hatten, entwickelte sich die Krise in Frankreich in der breiteren Wahrnehmung zunehmend zu einer Bankenkrise, die ihre Rolle als zentralem Finanzintermediär in Frage stellte – und das obwohl die Verluste französischer Banken deutlich geringer waren und sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen in wichtigen Bereichen ähnelten (beispielsweise was die Kreditvergabe und Kreditkosten betrifft).

Entsprechend unterschiedlich waren die Reformprioritäten, die in Reaktion auf die Krise in beiden Ländern mit Blick auf die künftige Rolle der Banken diskutiert wurden. Während in Deutschland Maßnahmen im Mittelpunkt standen, die darauf abzielten, das traditionelle Bankgeschäft durch regulatorische Maßnahmen zu stützen (insbesondere durch Ausnahmeregelungen zur Eigenkapitalunterlegung von Bankkrediten an kleinere und mittelständische Unternehmen), war der Fokus in Frankreich auf Maßnahmen, die dazu beitragen sollten, die Unternehmen unabhängiger vom Bankkredit zu machen (beispielsweise durch die Stärkung der Finanzmärkte sowie neue Investitionsmöglichkeiten für Versicherer).

Untersucht man die Ursachen dieser unterschiedlichen Krisenverständnisse und der korrespondierenden Reformprioritäten, wird deutlich, dass sie das Ergebnis unterschiedlicher kollektiver Lernprozesse sind. Mit der Krise wurden in beiden Ländern allgemein geteilte – aber nicht notwendigerweise unumstrittene – Annahmen im Sinne von sozialen Fakten zum Funktionieren und der weiteren Entwicklung der nationalen Volkswirtschaft infrage gestellt und prospektiv entsprechend angepasst. Diese bezogen sich in Deutschland vornehmlich auf

das Potenzial und die Grenzen des „originate-to-distribute“-Geschäftsmodell als Modernisierungsvehikel des Bankensektors, in Frankreich auf die Gefahren, die sich mit zunehmender Bankabhängigkeit für die Finanzstabilität aber auch den Zugang zu externen Finanzierungsquellen verbinden.

Was lässt sich aus diesen Beobachtungen für die Gestaltung künftigen sozialen Wandels ableiten? Ein Vergleich der Reaktionen auf die Krise zeigt, dass sich politische Debatten schnell auf einige wenige Prioritäten verengen, die angesichts der allgemeinen Krisenwahrnehmung als besonders pertinent erscheinen. Damit rücken selektiv bestimmte Problemlagen in den Mittelpunkt, während andere unzureichend beachtet werden. Verbunden mit der Selektivität besteht die Gefahr, dass in einigen Bereichen überreagiert wird, wohingegen andere aus dem Blickfeld geraten und damit verbundene Potenziale unzureichend ausgeschöpft werden bzw. neue Risiken entstehen.

Durch politische Reformen angestoßener Wandel wird durch selektiv definierte Handlungsprioritäten bestimmt, die unter dem Einfluss von Krisen, technologischen Wandel und Ähnlichem immer wieder neu justiert werden. Verbunden mit diesen Einsichten ist letztlich ein gewisser Steuerungsskeptizismus. Aus praktischer Sicht müsste es gelingen, die Debatten und damit verbundene Handlungsoptionen künftig ausgewogener zu diskutieren, beispielsweise in dem systematisch eine breitere Palette an Herangehensweisen, Erfahrungen und Überzeugungen in den relevanten Gremien vertreten ist.

Dr. Eileen Keller ist Wissenschaftlerin am Deutsch-Französischen Institut in Ludwigsburg und betreut dort den Arbeitsbereich Wirtschaftspolitik.

Den globalisierten (Finanz-)Kapitalismus steuern – wer soll dazu schon in der Lage sein?

Transdisziplinäre Krisendiagnosen, die ein integrales Verständnis für die Entstehungsbedingungen der Finanzkrise ermöglichen. – Neoliberalism and no way out?

Uwe Lammers

Intention und Postulat der politischen und nicht zuletzt historisch kontingenten („pluralen“) Linken lauten seit jeher, insbesondere die Handlungen und Beziehungen einer hyperkomplexen Ökonomie mittelbar oder unmittelbar steuern und kontrollieren zu wollen respektive zu können. Die Schlagworte sind bekannt. Zentral scheint ihnen dabei einerseits der physische Eigentumsbegriff an den Produktionsmitteln zu sein, dem allerdings schon Keynes nicht viel beimaß, und der ohnehin aufgrund hoher wie diverser Differenzierungen und gegenseitiger Überlagerungen längst überholt scheint. Andererseits hält die Linke an ihrer orthodoxen wie nicht minder diffusen Kapitalismuskritik fest; einer Wirtschaftsform, die sie allerdings umso mehr stabilisiert, je mehr sie diese attackiert und umgekehrt. Problematisch ist so unter anderem, dass ihre Postulate häufig nur aus Rückverlagerungen in die politische Deliberation selbst bestehen. Eher bestehen ihre vielzitierten *Alternativen* nur aus *Varianten* desselben Gegenstands der Ökonomie, was ihre Intention letztlich ad absurdum führt.

Die Lösung scheint in dieser Perspektive die vollständige *Systemüberwindung* und *Abschaffung des Kapitalismus* zu sein, obgleich sich der so diskreditierte Kapitalismus für breite Bevölkerungsschichten dennoch als sehr attraktiv, integrativ und wandlungsfähig zeigt, dessen regelmäßig prognostizierter Zusammenbruch stets aufs Neue ‚vertagt‘ wird. In dieser Hinsicht liegt aber möglicherweise eine fundamentale Fehleinschätzung vor. Denn bereits in den späten 1960er Jahren fand in ganz Europa sukzessive ein allgemeiner sozioökonomischer Struktur- und Funktionswandel statt, der den ursprünglichen Handels- und Produktionskapitalismus des 18. und 19. Jahrhunderts, den die politische Linke für gewöhnlich adressiert, weit hinter sich gelassen hat. Innerhalb der Linken geschieht dabei allerdings eine Engführung auf den sogenannten *Neoliberalismus*, der fortan als Verursacher aller negativen Erscheinungen angenommen wird. Daraus entsteht aber durchaus ein reizvolles Paradoxon. Paradox schon deshalb, weil sich eben jener Neoliberalismus – ganz anders als noch seine ideologischen Vorgänger der ökonomischen Klassik und Neoklassik in all ihren Varianten – ausdrücklich *gegen* die zuvor rein kaufmännische und damit sehr paternalistische Ordnung der Diskurse wendet und sie gleichsam mehrfach überwindet. Gleichzeitig schreibt er den gesellschaftlichen Ressourcen wieder eine sehr hohe qualitative sowie quantitative, politische und ökonomische Bedeutung zu, vereint sie alle hinterrücks mit der Wirtschaftstheorie und ökonomisiert dadurch ganze Gesellschaftsbereiche, die darüber doppelt deliberativ und hoch (ent-) politisiert werden. Die Grenzen der jeweiligen gesellschaftlichen Teilsysteme werden so im Ergebnis nach innen und außen verflüssigt und gleichsam atomisiert, was aber gleichzeitig dem Wesen *deliberativer Demokratie* selbst zugrunde liegt und mit dem fortwährenden Konflikt von *Oikos* und *Polis* beschrieben werden kann.¹

Der Neoliberalismus als neue ideologische und rationale Blick- und Denkrichtung schöpft seine Kraft dagegen aus der Annahme eines gleichermaßen dynamischen, innovativen wie adaptiven Wirtschaftsgeschehens, allesamt Eigenschaften, die für den klassisch buchhalterischen Kapitalismus industrieller Prägung noch als Hindernis oder zufälliges Desiderat galten. Gleichzeitig unterstellt die neoliberale Perspektive damit einen fortlaufenden, rationalen und von allen Akteuren getragenen

¹ Verstanden als der seit der Antike nahezu unlösbare Konflikt privater und öffentlicher Interessen, die fortwährend ineinander übergehen und historisch ab dem 14. Jahrhundert die Entstehung des Liberalismus begünstigte.

Ausgleich über den Markt. Bleibt dieser (allzu oft) aus, gilt ihm das als Beleg der Fehlallokationen der jeweils anderen und lässt sich perfekt als *Markt-, Staats-, Politik- oder Demokratiever sagen* oder jenes der Parteien und weiterer Akteure bezeichnen und frontal angreifen. Damit wird aber auch die wortgleiche Kritik der Linken an ihren Gegnern und am „*System*“ erst selbst neoliberal motiviert, weil sie mit nahezu identischer Rationalität begründet wird, etwa wenn ein *Demokratiedefizit* ausgerufen und staatliches Fehlverhalten in der Steuerung und Allokation von Ressourcen unterstellt, und die Politik und Wirtschaft als Hauptverursacher zunehmender sozialer Ungleichheit und Krisen angeklagt werden, und fortwährend Interventionen verlangt und personifizierte Gegner benannt werden, anstatt sich auf eben diese Dynamik selbst einzulassen, der sie alle ohnehin kaum entgehen können, und diese analytisch zum Ausgangspunkt zu machen, an dem sich politisches Handeln, auch das eigene, bewähren muss. Viel entscheidender aber ist, dass das Lager der politischen Linken selbst aufgrund der hohen eigenen wie beanspruchten Rationalität politischer Ideale solche Entwicklungen erst hervorgebracht hat, wie sie heute von ihm beklagt werden, etwa beispielhaft im sozialdemokratischen und vielfach glorifizierten *Stabilitäts- und Wachstumsgesetz* von 1967, das fortan seine ganz eigene wie von außen völlig unsichtbare Logik entfaltet, und heutige (vermeintliche) Krisen präjudiziert hat. Zugleich ist diese Erörterung weitaus komplexer, als man annehmen könnte, da hier der Konflikt zwischen politischer und sozialer (Un-)Gleichheit und Freiheit und deren doppelter Negation eröffnet wird, der gemeinhin allen politischen Ideologien mit unterschiedlichen Interpretationen zugrunde liegt. Die üblichen Stereotype taugen so kaum für eine seriöse Analyse der als Krise bezeichneten Aggregatsform der Gegenwart.

Das eigentliche Dilemma besteht darin, dass die hohe ökonomische und moralische Rationalität politischer Begriffe denen selbst zum Verhängnis geworden ist, die sich umso mehr darauf berufen. Je mehr die These rationaler oder ökonomischer Vernunft in Anschlag gebracht wird, umso mehr vereinnahmt sie den Protagonisten selbst, wendet sich gegen ihn und eröffnet breiten Raum für Interpretationen und Dissens. Sie verhindert damit geradezu, dem Neoliberalismus als quasi personifiziertem Gegner entgehen zu wollen und eröffnet die Frage danach, wie links der Neoliberalismus und wie neoliberal die Linke selbst im Kern ist.

Uwe Lammers ist Sozialökonom und Doktorand an der Europa-Universität Flensburg. Dieser Text besteht aus Auszügen der Einleitung seiner noch unveröffentlichten Dissertation.

Mehr multilaterale Governance der Finanzarchitektur oder tragfähigere Lösungen durch einen neuen Wettbewerbsregionalismus?

Lothar Funk

Das internationale Regelsystem der Staatenwelt besteht heute international insbesondere angesichts stark unterschiedlicher Interessenlagen der Staaten nach wie vor in wesentlichen Bereichen, insbesondere auch bei der Finanzarchitektur, nur sehr unvollkommen (vgl. Derix 2017). Folglich gibt es eine Vielzahl von Bestrebungen auf internationaler Ebene, „globale Regeln für die global handelnden Akteure bereitzustellen und die nationalen Regeln auf diese Weise zu ergänzen oder auch zu ersetzen“ (Koch 2014). Global Governance will die Chancen und Risiken vor allem der Globalisierung steuern und das „Management der Weltwirtschaft“ (Becker/John/Schirm 2007; vgl. auch Zürn 2007) verbessern. Regionale Governance etwa bei der Europäischen (Währungs-)Union – E(W)U – strebt dies zwar supranational an, aber nicht multilateral im Weltzusammenhang. Sowohl die Europäische Union (vgl. Bieling/Schieren 2017) als auch multilaterale Global Governance Institutionen (vgl. Langhammer 2018, Funk 2018b) befinden sich ein Jahrzehnt nach der Finanzkrise möglicherweise nicht mehr, wie mehrfach zuvor, in einer Entwicklungskrise, sondern vielmehr in einer existenziellen Krise.

Dennoch wird auch heute nicht selten weiterhin mehr und bessere Governance bei der Finanzarchitektur auf globaler Ebene (vgl. umfassend Koch 2017, Sautter 2004) und insbesondere ebenfalls in der E(W)U gefordert (vgl. dazu etwa aus verschiedenen Perspektiven Bibow/Flassbeck 2018, Dullien/van Treek 2014, Funk 2015a und 2016). Aktuell zeichnet sich jedoch ab, dass mögliche Kandidatenstaaten für eine Rolle als Stabilität erzeugender und aufrecht erhaltender Akteur globaler und als regionaler „wohlwollender Hegemon“ nicht ohne weiteres verfügbar sind (vgl. global Haas 2018; für die EU bzw. Deutschland vgl. Offe 2016). Die zu erfüllenden Bedingungen scheinen derzeit nicht oder nur äußerst schwer erfüllbar zu sein (sowohl genügend Bereitschaft als auch ausreichende Ressourcen zur Hegemonierolle auf wirtschaftlichem und sicherheitspolitischem Gebiet). Ob auch ein nichthegegoniales weltweites Regelsystem tragfähig ist, ist auch heute noch in der Literatur umstritten (vgl. umfassend etwa Menzel 2015).

Vor diesem Hintergrund sieht ein Teil der Literatur seit längerem aus verschiedenen Gründen ein „one size fits all“-Ansatz bei der supranationalen Governance als problematisch an (vgl. etwa ökonomisch Luckenbach 2010, Langhammer 2011, politik-wissenschaftlich Derix 2017 und juristisch Calliess 2018). Hiernach haben Staaten in verschiedenem Maße eine Präferenz für nationale Souveränität (vgl. Derix 2017). Sie unterscheiden sich darüber hinaus ebenfalls in Bezug auf ihre sonstigen Präferenzen und bei den Produktionsbedingungen (vgl. Felbermayr 2018). Machteinflüsse von „großen Ländern“, wie etwa USA, spielen ebenfalls eine große Rolle. Deshalb werden seit einiger Zeit multilaterale globale Abkommen recht häufig durch regionale und bilaterale Abkommen ersetzt. Die Vorteile eines solchen „competitive regionalism“ erscheinen zumindest unter gewissen Bedingungen bei mehr Durchgriffsmöglichkeiten und geringeren Durchsetzungskosten gegenüber schwächeren Partnern aus nationaler Perspektive „großer“ bzw. mächtigerer Staaten (vor allem USA) als offensichtlich, auch wenn die Schäden für das weltweite Regelungssystem oft als erheblich anzusehen sind. Allerdings wird es zugleich für möglich gehalten, dass regionale Lösungen ebenfalls für Finanzmärkte greifen können, etwa auch bei der Implementierung einer Finanztransaktionssteuer (vgl. Langhammer 2011, Derix 2017 und weitergehend Scharpf 2016, Schmidt 2018).

Die Argumentation der Regionalisierungsoptimisten (vgl. ebenfalls Straubhaar 2018) fußt nicht zuletzt auf der Erkenntnis, „dass angesichts zunehmender Heterogenität der Partner, ihrer Ziele und ihrer Zeithorizonte die Forderung nach Global Governance Gefahr läuft, nicht viel mehr als ein inhaltsarmer gemeinsamer Nenner mit Formelkompromissen und Leerfloskeln zu werden“ (Langhammer 2011). Das Gegenkonzept zur bisherigen oft recht strikt konstruierten Governance, welche derzeit zunehmend mangels Konsensfindung blockiert ist, beruht auf der Vision eines Nebeneinanders verschiedener offener regionaler Governance-Systeme, welche eine Konkurrenz zwischen den

Regelwerken anregen soll. Letztlich wird erwartet, dass sich dann die stabileren Systeme durchsetzen, was Regionalisierungspessimisten jedoch für überoptimistisch halten. Ziel ist es jedoch auch, so derzeit vorhandene Legitimitätsprobleme (vgl. Schweiger 2016) zwischen Nationalstaat, Demokratie und „Hyperglobalisierung“ (vgl. Rodrik 2011) auch durch gezielte Deglobalisierung (vgl. Schmidt) überwinden zu helfen. Die derzeitige Zukunftsoffenheit der Situation zeigt sich nicht zuletzt darin, dass es innerhalb der Hauptdenkschulen der Ökonomik jeweils verschiedene Positionen hierzu gibt, sodass eine Systematisierung der Positionen erforderlich erscheint und im Papier geleistet werden soll.

Die nationale Finanzmarktordnung als Teil der internationalen Ordnung

Ordnungspolitisch stellt sich vor diesem Hintergrund speziell die Frage, wie die supranationale Finanzmarktordnung auszugestaltet ist und welche Implikationen sich hieraus national ergeben (vgl. Maull 2017 für ein mögliches Analyseraster und Anwendungen auf andere Teilordnungen). Vor der großen Finanzkrise ab 2007 bildete sich wohl als dominante Position unter Experten heraus, dass Koordinierung zwischen den Staaten am besten die nationalen und übernationalen Belange in Einklang bringen könne (vgl. Klodt 1999, Vitols 2005). Es gab folglich Vorbehalte gegen eine Delegation der Finanzregulierung an eine supra-nationale Einrichtung, welche die Standards setzt und durchsetzt. Allerdings gab es andererseits auch Vorbehalte, dass diese Ausgestaltung Regulierung der Finanzinstitute zu sehr private „große Finanzinstitute und dominante Marktakteure begünstigen“ (Tsingou 2009, S. 113) würde. Im Anschluss daran fand jedoch ein Schwenk zu mehr Zentralisierung statt, indem etwa die G20-Staaten neben den anderen Akteuren der globalen Finanzordnung (insbesondere IWF, BIZ, G7/8) den Finanzstabilitätsrat gegründet haben, um die Widerstandsfähigkeit der Finanzakteure zu erhöhen (vgl. Koch 2017, S. 247 ff., vgl. auch Hüther u.a. 2018, S. 241 ff.).

Zentralisierungstendenzen werden jedoch in jüngerer Zeit etwa für die E(W)U wie-der in Frage gestellt, da negative Wohlfahrtseffekte durch Überregulierung dominieren würden (vgl. Vaubel 2010, 2018; Hartmann-Wendels 2018). Notwendig sind folglich Kosten-Nutzen-Abschätzungen (vgl. Buch 2018). Dabei zeigt sich speziell bei EU und Eurozone trotz einer grundlegenden Übereinstimmung unter Ökonomen, wonach die Zuteilung von Kompetenzen nach komparativen Vorteilen der verschiedenen Ebenen erfolgen soll (Smeets 2018, S. 62): Der ‚Teufel liegt im Detail‘ bei der Umsetzung der vielfach theoretisch herausgearbeiteten grundsätzlichen Forderung nach „soviel Nationalstaat wie möglich, aber nur so viel Europa wie nötig“ (Smeets 2018, S. 70). Denn es ist bisher zu konstatieren: „Offen bleibt allerdings die Frage, welche (...) zuvor erläuterten Integrationsbereiche sich eignen würden, um ein (noch weiter) gestuftes Vorgehen sowohl im Rahmen der EU als auch innerhalb der EWU umzusetzen“ (ebenda; vgl. dazu auch Klodt 2018, Ohr 2018). Eine vergleichbare Debatte zur Frage der optimalen Ausgestaltung der E(W)U findet sich auch in der Politikwissenschaft (vgl. z.B. Kempin/Maull 2016). Konstatiert wird zu-dem bei transatlantischen Vergleichen, dass die Wirtschaftskrise in der Eurozone in vielerlei Hinsicht die gleichen unerwünschten Folgen von Verschuldung zur Schaffung von kurzfristigen Wachstum ‚um jeden Preis‘ wie in den USA spiegelte (vgl. Mian/Sufi 2015, S. 244). Es herrscht jedoch insgesamt weiter gewisse Uneinigkeit darüber, ob die bisher getroffenen Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzmarkt-stabilität insgesamt eher unter-, über-, oder teils auch fehldosiert sind (vgl. Buch 2018, Hartmann-Wendels 2018, Hellwig 2017). „Unfinished Business“ (Bayoumi 2018) bisher beiderseits des Atlantiks jedenfalls diagnostiziert der IWF-Experte Tamim Bayoumi.

Zu den grundsätzlichen Anforderungen an die Ziele einer solche Ordnung finden sich zwar hilfreiche Hinweise (vgl. Güntzel, Maull) und auf abstrakter Ebene auch Kriterien für institutionelle Ausgestaltungen etwa auf der Basis elementarer spiel-theoretischer Überlegungen. In der Praxis bestehen jedoch erhebliche Spielräume für die Akteure, bei denen die Gefahr opportunistischer Auslegungen besteht. Dies zeigen insbesondere die Kontroversen zu den dauerhaft hohen deutschen Leistungsbilanzüberschüssen. Diese werden typischerweise von staatlichen Akteuren, Interessenvertretern der Wirtschaft und auch weitgehend in der angebotspolitisch dominierten akademischen Debatte in Deutschland (vgl. zur möglichen Erklärung Funk 2015b,c) als

unproblematisch angesehen. Zugleich stößt diese zentrale Facette, welche die durch die realen Transaktionen induzierten Kapitalbewegungen betrifft, bei internationalen Organisationen wie dem Internationalen Währungsfonds schon länger auf Kritik (vgl. Obstfeld 2018). Danach habe Deutschland trotz seiner vorwiegend gegenteiligen Eigeneinschätzung (vgl. Schmidt 2017) wesentlich zu internationalen Verwerfungen etwa bei der Verschuldungszunahme aufgrund der spiegelbildlichen Finanzierungsseite seiner Exportüberschüsse beigetragen (vgl. Derix 2018, Funk 2018a, Schmieg). Hier ist jedoch eine sehr differenzierte Argumentation erforderlich. Es ist weder zutreffend, dass Deutschland hierdurch nicht zu Verzerrungen der Weltwirtschaft beigetragen hat, noch ist es richtig, dass ein Abbau der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber dem Ausland allein von Deutschland abhängt.

Zusammenfassend besteht zwar weitgehend Einigkeit darüber, in welche Richtung die erforderlichen Maßnahmen zur Verbesserung der Internationalen Finanzordnung zu gehen haben (vgl. Mankiw 2017, S. 722). Dennoch bleibt noch erheblicher Forschungs- und Handlungsbedarf im Detail, um bisherige Maßnahmen zu optimieren.

Prof. Dr. Lothar Funk lehrt an der Hochschule Düsseldorf im Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Außerdem ist er Fellow am Institut der deutschen Wirtschaft Köln und Visiting Fellow am politikwissenschaftlichen Institute for German Studies an der University of Birmingham.

Literatur

Bayoumi, T.: Unfinished Business. New Haven/London 2017.

Bibow, J./Flassbeck, H. : Das Euro-Desaster. Frankfurt/Main 2018.

Bieling, H.-J.: „This Time is Different“. In: Politikum zu Euroion, 2017, S. 4 -12.

Buch, C.: Evaluierung der Reformen notwendig. In: Handelsblatt v. 14.3.2018 (verfügbar unter www.bundesbank.de)

Calliess, C.: Die Zukunft der Wirtschafts- und Währungsunion. In: Die Politische Meinung, 63. Jg. (2018), Nr. 551, Juli/August, S. 120-123.

Derix, H.: Globalisierung à la carte. Bonn 2017.

Derix, H.: Deutschlands zweischneidige Außenwirtschaftspolitik. SWP-Studie, Berlin 2018.

Dullien, S./v. Treck, T.: Überlegungen zur Renaissance strategiefähiger Wirtschaftspolitik. In: Dullien, S./Hein, E./Truger, A. (Hrsg.): Makroökonomik, Entwicklung und Wirtschaftspolitik. Marburg 2014, S. 121-137.

Felbermayr, G.: Ein Lob des Rosinenpickens. In: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung v. 8.4.2018, S. 22.

Funk, L.: Die Themen im Winter 2014/2015: Verhaltensökonomik / Ist Deutschland an Europas Schwäche schuld? In: WISU, 44. Jg. (2015a), Nr. 1, S. 53 - 55.

Funk, L.: Essentials of the British Economic Debate on Ordoliberalism. In: Schweiger, C.: Drifting Towards the Exit? Augsburg 2015b, S. 102-125.

- Funk, L.: Towards a Resilient EMU? The German-Inspired Response to the Euro Crisis Assessed. In: Ryan, J. (Hrsg.): Towards a Resilient Eurozone. Oxford u.a. 2015c, S. 31-67..
- Funk, L.: Die Themen im Frühjahr 2016. In: WISU, 45. Jg. (2016), Nr. 4, S. 459 - 461.
- Funk, L.: Die Themen im Winter 2017/2018: Außenwirtschaftliches Gleichgewicht / Exportüberschüsse. In: WISU, 47. Jg. (2018a), Nr. 4, S. 58 - 60.
- Funk, L.: Die Themen im Frühjahr 2018: Wirtschaftskriege / Internationaler Handel und ordnungspolitische Dilemma. In: WISU, 47. Jg. (2018b), Nr. 4, S. 450 - 463.
- Güntzel, J.: Volkswirtschaft: Monetäre und internationale Analyse. Sternenfels 2010.
- Haas, R.N.: Die liberale Weltordnung – sie ruhe in Frieden. In: Neue Zürcher Zeitung v. 31.3.2018, S. 18.
- Hartmann-Wendels, T.: Nebenwirkungen der Bankenregulierungen nicht vergessen! In: Ludwig-Erhard-Stiftung (Hrsg.): Wohlstand für Alle – 70 Jahre Währungsreform, München 2018, S. 20 – 21.
- Hellwig, M.: Deutschland und die Finanzkrise(n). In: Wirtschaftsdienst, 97. Jg. (2017), Nr. 9, S. 606 – 607.
- Hüther, M./Diermeier, M./Goecke, H.: Die erschöpfte Globalisierung: Zwischen transatlantischer Orientierung und chinesischem Weg. Berlin u.a. 2018.
- Kempin, R./Maull, H. W.: Weniger und besser ist mehr. In: Internationale Politik, 71, Jg., H. 6, S. 80-87.
- Klodt, H.: Leitlinien zur internationalen Politikkoordination, Kieler Diskussionsbeiträge 343, Kiel 1999.
- Klodt, H.: Visionen von Europa. In: Kosturkova, N./Rieger, J. (Hrsg.): Ordnungspolitisch stets auf Kurs, München 2018, S. 259-268.
- Koch, E.: Globalisierung: Wirtschaft und Politik, Wiesbaden 2014.
- Koch, E.: Globalisierung: Wirtschaft und Politik, 2. Aufl., Wiesbaden 2017.
- Langhammer, R.J.: Der Fehlschlag globaler Regeln. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 5.8.2011, S. 12.
- Langhammer, R.J.: Chinas Multilateralismus weckt Dominanzängste. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 9.3.2018, S. 12.
- Luckenbach, H.: Grundlagen der internationalen Wirtschaftspolitik: Internationale Handelspolitik, München 2010.
- Mankiw, N.G.: Makroökonomik. 7. Aufl., Stuttgart 2017.
- Maull, H. W. (Hrsg.): Auflösung oder Ablösung? Die internationale Ordnung im Umbruch. SWP-Studie, Berlin 2017.
- Menzel, U.: Die Ordnung der Welt, Berlin 2015.

- Mian, A./Sufi, A.: Das Schuldenhaus. Zürich 2015
- Obstfeld, M.: Globale Ungleichgewichte schaden dem Freihandel. In: Die Welt v. 6.8.2018, S. 9.
- Offe, C.: Europa in der Falle. Frankfurt/Main 2016.
- Ohr, R.: Ziele, Herausforderungen und Grenzen des europäischen Integrationsprozesses. In: Kosturkova, N./Rieger, J. (Hrsg.): Ordnungspolitisch stets auf Kurs, München 2018, S. 115-123.
- Rodrik, D.: Das Globalisierungs-Paradox, München 2011.
- Sautter, H.: Herausforderungen des Globalisierungsprozesses an die internationale Handelspolitik. In: Ohr, R. (Hrsg.): Globalisierung – Herausforderungen an die Wirtschaftspolitik, Berlin 2004.
- Scharpf, F.W.: The Costs of Non-Disintegration: The Case of the European Monetary Union. In: D. Chalmers/M. Jachtenfuchs/C. Joerges (Hrsg.), The End of the Eurocrats' Dream: Adjusting to European Diversity. Cambridge 2016, S. 29-49.
- Schmidt, C.M.: Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit: Eigenverantwortung statt Transferunion. In: Rüttgers, J./Decker, F. (Hrsg.): Europas Ende, Europas Anfang, Frankfurt/Main 2017, S. 229-240.
- Schmidt, U.: Die neue Diskussion über den Freihandel aus (verhaltens)ökonomischer Sicht. Kiel Focus 02/18, Kiel 2018.
- Schmiege, E.: Macht im internationalen Handelssystem. SWP- Aktuell, Nr. 37, Juli, Berlin 2018.
- Schweiger, C.: Exploring the EU's Legitimacy Crisis. Cheltenham/Northampton 2016.
- Smeets, D.: Zur weiteren Entwicklung der Europäischen Integration. In: Kosturkova, N./Rieger, J. (Hrsg.): Ordnungspolitisch stets auf Kurs, München 2018, S. 61-71.
- Straubhaar, T.: Die zweite europäische Renaissance. In: Finanz und Wirtschaft v. 7.4..2018, S. 3.
- Tsingou, E.: Die Regulierung der globalen Finanzmärkte. In: Breitmeier, H./Roth, M./Senghaas, D. (Hrsg.): Sektorale Weltordnungspolitik. Baden-Baden 2009, S. 113-129.
- Vaubel, R.: Die Finanzkrise als Vorwand für Überregulierung. In: Wirtschaftsdienst, 90. Jg. (2010), Nr. 5, S. 313 – 320.
- Vaubel, R.: Zur Umsetzung des Subsidiaritätsprinzips in der Europäischen Union. In: Ludwig-Erhard-Stiftung (Hrsg.): Wohlstand für Alle – 70 Jahre Währungsreform, München 2018, S. 28 – 29.
- Vitols, S.: Financial Regulation in the United States and Germany: From National Autarky to International Coordination? AICGS Policy Report 19, Washington, D.C. 2005.
- Zürn, M.: Neue Wege der Weltordnung. In: WZB-Mitteilungen, H. 115, März 2017, S. 28-31.

Wo liegen die Grenzen einer ökologischen Indienstnahme der Finanzwirtschaft?

Finanzialisierung von Nachhaltigkeit

Natalia Besedovsky

»Changing Finance, Financing Change« – so lautet der Slogan der vom Umweltprogramm der Vereinten Nationen geleiteten UNEP Finance Initiative, deren Ziel es ist, in Kooperation mit der Finanzindustrie Lösungen für nachhaltiges Wirtschaften und Leben zu finden.¹ Diese Initiative steht mit ihren Grundsätzen paradigmatisch für den Trend, das Finanzwesen als Instrument für eine nachhaltige Entwicklung von Ökonomie, Umwelt und Gesellschaft in die Pflicht zu nehmen und nutzbar zu machen. Die grundlegenden Annahmen der UNEP Initiative werden im sogenannten Statement of Commitment deutlich, das daran teilnehmende Finanzmarktakteure – darunter Banken, Versicherungen und Investmentfonds – unterzeichnen:² Zum einen wird hier der Anspruch einer Verantwortung des Finanzsektors gegenüber einer nachhaltigen Gesellschaft formuliert.³ Zum anderen wird postuliert, dass Finanzmärkte und Finanzmarktakteure Möglichkeiten zur Lösung von Nachhaltigkeitsproblemen bieten können.

Die UNEP Finance Initiative ist nur eine von vielen Unternehmungen, die darauf ausgerichtet sind, zu einer nachhaltigen Gesellschaft mit Hilfe von Finanzmarktmechanismen beizutragen. Während insbesondere Regulierungen darauf abzielen, Finanzmärkte als solche nachhaltiger und stabiler zu gestalten (vgl. etwa Seabrooke/Tsingou 2014), werden die Finanzmärkte zunehmend auch selbst als Arenen nachhaltiger Entwicklung betrachtet. Mit Bezug auf die Markteffizienzhypothese gilt hierbei der Grundsatz, dass Märkte die besten Mechanismen für Ressourcenallokation bereitstellen und daher auch Nachhaltigkeit mit Marktmechanismen am effizientesten umgesetzt werden könne (Barman 2015). Für nachhaltiges Wirtschaften müsse demnach lediglich die Nachfrage nach den »richtigen« Produkten gesteigert werden, indem man Anreize schafft, die Produkte selbst oder ihre Produktionsprozesse nachhaltig zu gestalten. Das bekannteste Beispiel für eine marktliche Lösung von Nachhaltigkeitsproblemen ist hierbei der Markt für Emissionshandel (vgl. Engels 2006). Neben dem Anreiz für bestimmte Produkte kann auch die Nachfrage nach Investitionen in nachhaltige Projekte oder Unternehmen gesteigert werden. Hierzu gehören z.B. sogenannte Social oder Green Bonds sowie Impact Investing (vgl. Chiapello/Godefroy 2017). Diese Investitionsangebote zeichnen sich dadurch aus, dass neben Profit auch eine nachhaltige Performance versprochen wird, die durch entsprechende Nachhaltigkeitsindikatoren bewertet wird. Dieser Markt für nachhaltige Investitionen boomt weltweit. Nicht nur »ethische Banken« bieten solche Investitionsmöglichkeiten an (vgl. Lenz/Neckel 2017), auch konventionelle Finanzdienstleister steigen immer stärker in den Handel mit nachhaltigen Finanzprodukten ein. Insbesondere von Seiten institutioneller Investoren lässt sich dabei eine steigende Nachfrage nach diesen Produkten beobachten. Zu diesen gehören beispielsweise Pensionsfonds und Sovereign Wealth Funds mit einem zum Teil staatlich geförderten oder sogar veranlassten Nachhaltigkeitsanspruch (z.B. in Norwegen oder Kalifornien). Von diesem Markt für nachhaltige Geldanlagen profitiert zudem eine wachsende Dienstleistungsindustrie, bestehend aus Anwaltskanzleien, Zertifizierungs- und Ratingagenturen, Beratern sowie national und international organisierten Verbänden und Interessensvertretungen, die sich als Infrastruktur für diese Märkte

¹ www.unepfi.org/ (Zugriff am 29.11.2016).

² Dort heißt es etwa: »By signing up to the statement, financial institutions openly recognize the role of the financial services sector in making our economy and lifestyles sustainable and commit to the integration of environmental and social considerations into all aspects of their operations.« www.unepfi.org/about/unep-fi-statement/ (Zugriff am 29.11.2016).

³ Dass dieser Anspruch alles andere als selbstverständlich ist, zeigt z.B. der berühmt gewordene Artikel Milton Friedmans im New York Times Magazine (1970), in dem Friedman Unternehmen jegliche soziale (und ökologische) Verantwortung neben der Profitmaximierung abspricht.

gebildet hat.

Während sich beispielsweise Postwachstumsdebatten mit Nachhaltigkeit zumeist als einer Alternative zum Kapitalismus befassen (siehe den Beitrag von Moritz Boddenberg), zielen nachhaltige Investitionsangebote darauf ab, Nachhaltigkeit in den modernen Finanzmarktkapitalismus (Windolf 2005) zu integrieren und für die Finanzmärkte verwertbar zu machen. Für eine Soziologie der Nachhaltigkeit ist hierbei von besonderem Interesse, wie sich dieser Integrationsprozess gestaltet und welche Deutungskämpfe und Machtkonstellationen er hervorbringt. Was folgt daraus, wenn das Finanzwesen einen immer weitreichenderen Einfluss auf die Gestaltung einer nachhaltigen Entwicklung hat? Welche Mechanismen und Praktiken befördern diesen Prozess der Finanzialisierung von Nachhaltigkeit und welche Konflikte entstehen, wenn sich das Finanzwesen der Ökologie annimmt? Um sich diesen Fragen soziologisch zu nähern, sollten die grundlegenden Unterschiede zwischen den Prinzipien der Nachhaltigkeit und denen des Finanzwesens systematisch herausgearbeitet werden. Im Zentrum meiner Analyse steht daher ein Schema, das zentrale Merkmale der Finanzmarktrationalität denen von Nachhaltigkeit gegenüberstellt, sodass die Konfliktlinien sichtbar werden. Die Prinzipien der Nachhaltigkeit, so werde ich zeigen, stehen mit jenen der Finanzmärkte in Konkurrenz und können durch die zunehmende Finanzialisierung korrodieren. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Deutungsmacht über Nachhaltigkeit auf Finanzmarktakteure übertragen wird und so zunehmend Banken, Investoren und Ratingagenturen darüber urteilen, was als nachhaltig gilt und was nicht. In einem weiteren Schritt meiner Argumentation wird daher mit Bezug auf die Soziologie der Bewertung dargestellt, dass sich die Zielkonflikte zwischen Finanzwesen und Nachhaltigkeit insbesondere in den *Bewertungspraktiken* nachhaltiger Investitionen manifestieren, wie sie etwa in Nachhaltigkeitsindikatoren oder -ratings zum Ausdruck kommen. Nicht zuletzt deshalb können solche Bewertungspraktiken als empirischer Ausgangspunkt einer soziologischen Erforschung der Finanzialisierung von Nachhaltigkeit dienen, auf deren programmatische Perspektiven ich abschließend zu sprechen komme.

Finanzialisierung im Spannungsfeld zwischen Finanzmarktrationalität und Nachhaltigkeit

Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt den wachsenden Einfluss der Finanzmärkte und der mit ihnen einhergehenden Rationalitäten (Kädtler 2009) auf Ökonomie und Gesellschaft. Finanzialisierung bedeutet eine relative Steigerung von Finanzvermögen (Calhoun 2013) und eine Machtverschiebung zugunsten des Finanzsektors gegenüber anderen Wirtschaftsbereichen (Heires/Nölke 2011). Auch Unternehmen aus der sogenannten Realwirtschaft orientieren sich zunehmend an Finanzdaten oder agieren selbst vermehrt als Finanzmarktmarktakteure (Krippner 2011). Diese Ausrichtung von Unternehmen auf die Finanzmärkte zeigt sich in einer verstärkten Orientierung am *Shareholder Value*, d.h. an den Wünschen der Aktionäre, insbesondere institutioneller Investoren, also professioneller Anleger wie Banken oder Investmentfonds, die über hohe Kapitaleinlagen verfügen (vgl. Windolf 2005; Deutschmann 2011; Tomaskovic-Devey et al. 2015). Diese streben vor allem kurzfristige Profitmaximierung an, können feindliche Übernahmen als Druckmittel verwenden und durch Aktienoptionen das Management an die Ziele der Investoren binden und übertragen so die »operatorische Logik der Finanzmärkte in die Strategien und internen Kontrollstrukturen der Unternehmen« (Windolf 2005: 46).

Finanzialisierung wird aber nicht nur in veränderten ökonomischen Strukturen sichtbar, sondern auch in der zunehmenden Bedeutung von Finanzmarktrationalität in anderen Sphären der Gesellschaft. Die *Finanzialisierung des Alltags* (Martin 2002) lässt erkennen, dass etwa durch die globale Verbreitung von Mikrokrediten (Mader 2015) oder dem Aufstieg der Financial Literacy-Bewegung (Langley 2008) Bürger zunehmend in Finanzmarktteilnehmer verwandelt werden. Diese expandierende Finanzialisierung berührt über den einzelnen Bürger hinaus gesellschaftliche Felder im Ganzen, zu denen auch das Feld der Nachhaltigkeit zählt (vgl. Feist/Fuchs 2014; Hiß 2014; Walker 2015). Auf den ersten Blick haben Finanzmarktrationalität und das Prinzip der Nachhaltigkeit einige Gemeinsamkeiten: Zum einen sind beide geprägt von einer *temporalen Ausrichtung auf die Zukunft*. Zweitens geht es bei beiden Prinzipien um die »richtige« *Allokation von Ressourcen*. Und schließlich

ist in beiden Logiken der Begriff des *Risikos* zentral. Allerdings wird bei genauerer Betrachtung deutlich, dass massive Zielkonflikte zwischen der Finanzmarkt-rationalität und der Idee einer nachhaltigen Entwicklung bestehen:

Bei der *temporalen Dimension* geht es im Finanzwesen grundsätzlich darum, zukünftige potentielle Gewinne bereits in der Gegenwart geltend zu machen. Es werden heute Investitionen in Unternehmen oder Projekte getätigt, von denen erwartet wird, dass sie morgen finanzielle Erträge bringen. Besonders deutlich wird diese Logik in Verbriefungen, die als gebündelte Kredite und Anleihen auf einem Sekundärmarkt gehandelt werden. Investitionen in die Zukunft gelten hier selbst als Produkte, die in der Gegenwart bereits einen Wert haben und verkauft und gekauft werden können. Die temporale Dimension von Nachhaltigkeit gestaltet sich hingegen fundamental anders. Hier geht es nicht darum, die Zukunft für die Gegenwart verwertbar zu machen, sondern im Gegenteil zukünftige Handlungsmöglichkeiten zu sichern, im Zweifelsfall auch auf Kosten heutiger Komforts und Präferenzen. Während auf Finanzmärkten also die Optimierung der Gegenwart durch Investitionen in die Zukunft angestrebt wird, soll im Fall der Nachhaltigkeit durch gegenwärtiges Handeln die Möglichkeit einer lebenswerten Zukunft offen gehalten werden. Mit anderen Worten: Beim Prinzip der Nachhaltigkeit werden potentielle Zukünfte nicht als (ökonomische) Chancen in der Gegenwart begriffen, vielmehr soll die Potentialität von Zukunft selbst gewährleistet bleiben (Vgl. Sighard Neckel – Die Gesellschaft der Nachhaltigkeit, 2018).

Ähnlich verhält es sich bei der *Ressourcenallokation*: Laut dem Prinzip der Markteffizienz stellt der Markt den besten Verteilungsmechanismus dar, da er den idealen Preis für Angebot und Nachfrage ermittelt. Das Prinzip der Ressourcenallokation bei Nachhaltigkeit funktioniert jedoch nach anderen Kriterien als nach dem von Angebot und Nachfrage. Ressourcen sollen so ausgewählt und verwendet werden, dass sie auch in Zukunft ausreichend vorhanden sind.

Schließlich bestehen auch bei der *Risikokonzeption* fundamentale Unterschiede. Im Finanzwesen wird Risiko als eine im Grunde neutrale und kalkulierbare Variable behandelt, die in die Preisgestaltung miteinberechnet werden muss. Sie gilt generell als die Gegenvariable zu Profit, sodass ein höheres Risiko stets eine Gelegenheit ist, höhere Gewinnmargen zu erzielen. Das eigentliche Problem für Finanzmarktakteure ist daher nicht das Risiko selbst, sondern die Streuung des Risikos und die Volatilität sowie die praktischen Grenzen der Kalkulierbarkeit (Besedovsky 2015). Im Vordergrund steht hier also nicht die Risikominimierung, sondern das Risikomanagement (Power 2007). Bei Nachhaltigkeit geht man demgegenüber von einer Risikodefinition aus, wie sie in der Soziologie Ulrich Becks (1986) und Anthony Giddens (1990) formuliert haben: Risiko in der modernen Gesellschaft ist demnach ein komplexes Bündel von meist menschengemachten Gefahren, die so weit wie möglich minimiert werden müssen. Wie stark sich die Finanzlogik des Risikomanagements von diesem Risikobegriff unterscheidet, wird ironischerweise in den Kompensationsgeschäften für nachhaltige Produkte deutlich, die zunehmende Bedeutung auch bei »ethischen Banken« gewinnen (vgl. Lenz/Neckel 2017): Hier werden umweltschädigende oder sozial problematische Projekte mit anderen nachhaltigen Projekten »aufgewogen« und »verrechnet«, was gewisse Parallelen zum finanzmarktlichen *Hedging* aufweist.

Diese Gegenüberstellung stellt die Konfliktlinien dar, die aus einer »Übersetzung« der ökologischen und sozialen Werte des Nachhaltigkeitsprinzips in Investitionsmöglichkeiten resultieren, die der Finanzmarktlogik unterstehen. Was passiert, wenn im Zuge der Finanzialisierung von Nachhaltigkeit beide Welten direkt aufeinandertreffen?

| | Finanzmarktrationalität | Leitprinzip Nachhaltigkeit |
|------------------------------|--|--|
| Zukunfts-orientierung | Zukünftige Profite werden in die Gegenwart geholt | Zukünftige Entwicklungschancen sollen durch Handeln in der Gegenwart ermöglicht werden |
| Ressourcenal-lokation | Auf Angebot und Nachfrage basierendes Prinzip der Markteffizienz | Zukünftige Ressourcen sollen auch auf Kosten heutiger Präferenzen garantiert werden |
| Risiko-konzeption | Kalkulierbare Variable, Profitmöglichkeiten, Risiko-Hedging | Minimierung von Risiko, Prävention und Vorsorge |

Finanzmarktrationalität und Leitprinzip Nachhaltigkeit

Werteppluralität oder Kolonisierung?

Das Zusammentreffen beider Welten lässt sich besonders gut anhand der Bewertung nachhaltiger Investitionen analysieren. Denn in den Praktiken der Bewertung materialisieren sich die konzeptuellen und normativen Ideen jener, die die Bewertung durchführen. Eine praxistheoretische Perspektive ermöglicht es, Bewertungen nicht als objektiv und rein »technisch« kalkuliert zu betrachten, sondern als Handlungsweisen zu analysieren, die sich in einem bestimmten Kontext, unter Einfluss bestimmter Akteure und mit entsprechenden Normen und Regeln entwickeln (vgl. Fourcade/Healy 2013; Lamont 2012; Meier et al. 2016). Werte gehen in dieser Sichtweise also nicht aus dem Objekt selbst hervor, sondern werden in der Beziehung zwischen dem Objekt und der Person, die es als mehr oder weniger wertvoll empfindet, produziert (vgl. Orlikowski 2002; Fourcade/Healy 2013; Muniesa 2011). Bewertungspraktiken prägen somit die Definition dessen, was sie bewerten, entscheidend mit (siehe den Beitrag von Timo Wiegand). Durch die Entscheidungen über Variablen und Gewichtungen werden die bewerteten Objekte in der Praxis erst »realisiert« (Kalthoff 2005). Was in die Bewertung einfließt und was nicht, leitet sich nicht aus dem Gegenstand ab, sondern aus den methodologischen und epistemologischen Annahmen der Bewertenden (vgl. Heintz 2010). Die daraus resultierenden Deutungsmuster entstehen im Zusammenspiel von Bewertungspraktiken, epistemologischen Perspektiven und Konzeptionen des zu bewertenden Gegenstands, sowie der Einbettung dieser Interaktionen in weitreichendere Trends wie dem der Finanzialisierung (Besedovsky 2015). Daraus folgt, dass diejenigen, die diese Bewertungen durchführen, Deutungsmacht über die Objekte erlangen, die sie bewerten. Diese Konstitution von Objekten über Bewertung geht daher häufig mit Konflikten um Definitionen und um die geeigneten Bewertungspraktiken einher, die reale Machtverhältnisse widerspiegeln.

Auf nachhaltige Investitionen bezogen bedeutet dies, dass sie erst durch die Bewertung als eine spezielle Art von Anlageprodukten auch als solche handelbar werden. Wie aber weiß man, dass Investitionen tatsächlich nachhaltig sind? In den letzten Jahren sind eine Vielzahl von bewertenden Devices entwickelt worden, die diese Frage beantworten sollen (vgl. für eine Übersicht Nagel et al. 2017). Zu Ihnen zählen Reporting Standards, von denen insbesondere der vom *Global Impact Investing Network* (GIIN) entwickelte Standard IRIS zu nennen ist. Dieser legt Kriterien fest, anhand derer Unternehmen über ihre finanzielle, soziale und ökologische Performance berichten können, um es Investoren zu ermöglichen, ihr Portfolio nach ihren jeweiligen Präferenzen für nachhaltiges Investment zusammenzustellen (Barmann 2015). Der IRIS ist dabei dem internationalen Accounting-Standard nachempfunden, der von privatwirtschaftlichen Akteuren entwickelt wurde und auf Investorenlogik ausgerichtet ist (Botzem 2012). Neben der Standardisierung der Rechenschaftslegung durch Unternehmen selbst wurde zudem das durch die *Rockefeller Foundation* finanzierte *Ratingsystem Global Impact Investing Reporting System* (GIIRS) eingeführt, das die Nachhaltigkeit von Unternehmen bewerten soll (Barman 2015). Dieses wiederum nimmt sich Ratingagenturen zum Vorbild, die eindeutig einer Finanzlogik unterstehen (Besedovsky 2015). Ein weiteres Bewertungsinstrument ist das vom Finanzdienstleister MSCI entwickelte *ESG Rating* (ESG = Environmental, Social, and Corporate Governance), das speziell auf ökologische und soziale Risiken

ausgerichtet ist.⁴ Unter anderem wird hierbei ein *ESG Controversy Score* erstellt, der »Kontroversen«, etwa ökologische oder soziale Skandale, in die ein Unternehmen verwickelt ist, bewertet. Zu den zentralen Unterstützern solcher Bewertungsformen gehören Investoren wie etwa *Blackrock*, *JP Morgan* und Staatsfonds, aber auch Verbände, Interessensvertretungen und *Think Tanks* wie die *Rockefeller Foundation* (Barmann 2015) oder das *Forum Nachhaltige Geldanlagen*. Aber auch die auf den ersten Blick nicht dem Finanzmarkt zugehörige Organisation für Standardisierung (ISO) entwickelt einschlägige Standards – etwa den ISO 26000 (Social Responsibility) oder den ISO 14000 (Environmental Management), die zum Teil als Grundlage für den ESG verwendet werden. Eine Vielzahl von Akteuren mit unterschiedlichen Interessenlagen, organisatorischen Zugehörigkeiten und kulturellen Fundierungen ist somit in die Bewertung von nachhaltigen Finanzprodukten eingebunden. Auffällig ist dabei allerdings, dass man sich bei der Entwicklung solcher Bewertungen oft an den konventionellen Bewertungspraktiken auf den Finanzmärkten orientiert.

Nachhaltigkeitsbewertungen bieten so die Möglichkeit einer ökonomischen In-Wert-Setzung von Nachhaltigkeit und damit einer Integration in den wirtschaftlichen Verwertungskreislauf (Hiß 2014). Eine »Wertpluralität« diverser Kriterien in Finanzmärkten wäre damit zumindest theoretisch möglich. Barman (2015) etwa argumentiert, dass die Bewertungsschemata nach Kriterien der Nachhaltigkeit gleichwertig neben Bewertungen der finanziellen Performance stünden und es daher zu gegenseitiger Einflussnahme kommen kann. Allerdings spricht einiges dafür, dass eine Finanzialisierung von Nachhaltigkeitsbewertungen mit einer gleichzeitigen Übernahme von Finanzmarktrationalitäten einhergeht. Zum einen mehrten sich die Hinweise, dass durch die steigende Nachfrage nach zwar nachhaltigen, aber zugleich profitablen Investitionen Anreize geschaffen werden, die Kriterien von Nachhaltigkeit aufzuweichen und den Präferenzen von Investoren anzupassen (vgl. Lenz/Neckel 2017). Zudem kann auch in anderen Bereichen festgestellt werden, dass konventionelle Bewertungspraktiken zunehmend Annahmen von finanzialisierten Methoden übernehmen, etwa beim Kreditrating (Besedovsky 2015). Ève Chiapello (2015) spricht hier von Finanzialisierung als einer »Kolonisierung«⁵ verschiedenster Sphären der Gesellschaft durch die Bewertungspraktiken des Finanzwesens – also der Übertragung von finanzialisierten Kennzahlen und Logiken an Orte und Situationen, in denen diese vorher nicht oder kaum existierten, wie dies auch bei nachhaltigen Investitionen zu konstatieren ist (Chiapello/Godefroy 2017).

Finanzialisierung von Nachhaltigkeit als Problem oder Lösung?

Was lässt sich nun aus der Diagnose einer »Kolonisierung« von Nachhaltigkeitsbewertungen durch Finanzmarktrationalitäten schließen? Die Vermutung liegt nahe, dass sich spezifische Charakteristika von finanzialisierten Bewertungen für die Lösung von Nachhaltigkeitsproblemen als kontraproduktiv erweisen. Konkret besteht die Gefahr der Unterordnung einer nachhaltigen Entwicklung unter das Primat der Gewinnorientierung, da nur solche nachhaltigen Investitionen als realisierbar gelten, die auch profitbringend sind. Ebenfalls zu berücksichtigen ist, dass nachhaltige Investitionen aus Investorenperspektive bewertet werden, die an kurzfristiger Profitmaximierung interessiert ist, während häufig andere Stakeholder unberücksichtigt bleiben. Auch die *Hedging*-Logik, die primär zu einer Verteilung statt zu einer Reduzierung von Risiken tendiert, ist in ihrem Grundsatz für Nachhaltigkeit kontraproduktiv.

⁴ Im Fact Sheet zu den ESG Ratings heißt es: »MSCI ESG RATINGS is designed to identify ESG risks or opportunities that may not be captured through conventional analyses. With robust research, ratings and analysis of corporate management of environmental, social and governance factors, MSCI ESG RATINGS provides institutional investors with a more comprehensive ESG integration solution.« https://www.msci.com/documents/1296102/1636401/MSCI_ESG_Ratings.pdf/9foa999b-4419-4a0a-b6ef-0248f40ca2c9 (Zugriff am 29.11.2016).

⁵ Ève Chiapello nimmt hier Bezug auf Michel Powers (1997: 97) Beschreibung einer »Kolonisierung« durch Auditingverfahren, was von ihm wie folgt definiert wird: »The values and practices which make auditing possible penetrate deep into the core of organizational operations, not just in terms of requiring energy and resources to conform to new reporting demands but in the creation over time of new mentalities, new incentives and perception of significance.«

Überdies werden durch die finanzialisierten Bewertungspraktiken alternative Bewertungen aufgrund anderer Rechtfertigungsformen (vgl. Boltanski/Thévenot 2006) verdrängt. Es zählt vor allem der Marktmechanismus, der die Ressourcenallokation über Angebot und Nachfrage und den daraus resultierenden Preis vollzieht. Anderen Allokationslogiken, etwa auf Basis von Bedarf, intergenerationaler Gerechtigkeit oder ökologischer Erneuerbarkeit wird so potentiell die Legitimitätsgrundlage entzogen.

All dies bleibt nicht ohne Einfluss auf die politische Sphäre. Die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit beeinflusst Nachhaltigkeit als ein politisches Projekt und führt tendenziell zu einer Entpolitisierung, und zwar auf zweifache Weise. Zum einen vollzieht sich eine Entpolitisierung durch die Bewertungspraktiken selbst, da diese nahelegen, dass Nachhaltigkeit kein normatives, sondern ein rein technisches Problem sei, das durch adäquate Bewertungsmodelle gelöst werden kann. Zum anderen wird im Zuge ihrer Finanzialisierung die eigentlich gesellschaftspolitische Frage der Nachhaltigkeit *privatisiert* und *vermarktlicht*. Nachhaltige Entwicklung erscheint demnach als eine ökonomische Angelegenheit, der man durch eine Kapitalallokation über Anreizstrukturen gerecht werden könne. Dies führt nicht nur zu einer Diffusion der Verantwortung für Nachhaltigkeit (vgl. Hiß 2014), sondern heißt, dass nachhaltige Entwicklung letztlich an die Präferenzen von Finanzmarktakteuren gekoppelt wird. Die Finanzialisierung macht auf diese Weise den Stellenwert von Nachhaltigkeit von den Bewertungen weniger Investoren abhängig, deren Präferenzen sich jederzeit ändern können. Die Vermarktlichung von Nachhaltigkeit verringert somit die politische Gestaltungsmacht des Staates und den Einfluss demokratischer Prozesse hinsichtlich der Ideen, Initiativen und Praktiken einer nachhaltigen Entwicklung.

Schließlich besteht die Gefahr, dass sich die ökonomische Ungleichheit des Finanzmarktkapitalismus auf eine Ungleichheit in Bezug auf Nachhaltigkeit überträgt und dabei weit über die ungleiche Verteilung von ökologischen Risiken hinausgeht. Finanzstarke Investoren profitieren potentiell sogar von Nachhaltigkeitsproblemen und können im Zweifelsfall den Geldfluss in ihre bevorzugten Projekte lenken. Der Teil der globalen Bevölkerung hingegen, der über kein Investitionskapital verfügt, aber am stärksten von ökologischen, sozialen, gesundheitlichen und ökonomischen Risiken betroffen ist (vgl. Lessenich 2016), hat weder Einfluss auf die Wahl von Nachhaltigkeitsinvestitionen noch profitiert er von einer finanziellen Beteiligung an Nachhaltigkeitsprojekten. Eine Soziologie der Finanzialisierung von Nachhaltigkeit sollte sich also nicht nur fragen, wie die Finanzialisierung von Nachhaltigkeit praktisch organisiert wird, sondern auch, welche Konsequenzen durch diese Entwicklung für Nachhaltigkeit als gesellschaftliches Problem und als politische Aufgabe entstehen.

Dr. Natalia Besedovsky ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Professur für Gesellschaftsanalyse und Sozialer Wandeln an der Universität Hamburg.

Literatur

Barman, Emily (2015): Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing, in: *Valuation Studies*, Jg. 3, 9-44.

Beck, Ulrich (1986): *Risikogesellschaft. Auf dem Weg in eine andere Moderne*, Frankfurt a.M.: Suhrkamp.

Besedovsky, Natalia (2015): *Calculating Financialization. Credit Rating Agencies, Conceptions of Risk and Calculative Practices as Drivers of Social Change*, Berlin: Dissertation Humboldt Universität zu Berlin.

Boltanski, Luc/Thévenot, Laurent (2006): *On Justification: Economies of Worth*, Princeton: Princeton University Press.

Botzem, Sebastian (2012): *The Politics of Accounting Regulation. Organizing Transnational Standard Setting in Financial Reporting*, Cheltenham/Northampton: Edward Elgar.

Calhoun, Craig (2013): *What Threatens Capitalism Now?*, in: Immanuel Wallerstein, Randall Collins, Michael Mann, Georgi Derluguian und Craig Calhoun (Hg.), *Does Capitalism Have a Future?*, New York: Oxford University Press.

Callon, Michel (1998): *Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics*, in: Michel Callon (Hg.), *The Laws of the Markets*, Oxford: Blackwell, 1-57. DOI: <https://doi.org/10.3138/9781442680081-002>

Carruthers, Bruce G. (2015): *Financialization and the Institutional Foundations of the New Capitalism*, in: *Socio-Economic Review*, Jg. 13, 379-398. DOI: <https://doi.org/10.1093/ser/mwv008>

Chiapello, Ève (2015): *Financialization of Valuation*, in: *Human Studies*, Jg. 38, 13-35. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10746-014-9337-x>

Chiapello, Ève/Godefroy, Gaëtan (2017): *The Dual Function of Judgment Devices. Why Does the Plurality of Market Classifications Matter?*, in: *Historical Social Research*, Jg. 42, 152-188.

Deutschmann, Christoph (2011): *Limits to Financialization*, in: *European Journal of Sociology*, Jg. 52, 347-389.

Engels, Anita (2006): *Market Creation and Transnational Rule-Making: The Case of CO2 Emissions Trading*, in: Marie-Laure Djelic und Kerstin Sahlin-Andersson (Hg.), *Transnational Governance. Institutional Dynamics of Regulation*, Cambridge: Cambridge University Press, 329-348.

Feist, Marian/Fuchs, Doris (2014): *Was heißt hier nachhaltig?*, in: Marcel Heires und Andreas Nölke (Hg.), *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*, Wiesbaden: Springer, 225-240. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-658-03778-9_14

Fourcade, Marion/Healy, Kieran (2013): *Classification Situations. Life-Chances in the Neoliberal Era*, in: *Accounting, Organizations and Society*, Jg. 38, 559-572. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.aos.2013.11.002>

Friedman, Milton (1970): *The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, in: *The New York Times Magazine*, September 13.

Giddens, Anthony (1990): *The Consequences of Modernity*, Stanford: Stanford University Press.

Heintz, Bettina (2010): *Numerische Differenz. Überlegungen zu einer Soziologie des (quantitativen) Vergleichs*, in: *Zeitschrift für Soziologie*, Jg. 39, 162-181. DOI: <https://doi.org/10.1515/zfsoz-2010-0301>

Heires, Marcel/Nölke, Andreas (2011): *Finanzkrise und Finanzialisierung*, in: Oliver Kessler (Hg.), *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise*, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, 37-52. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-531-92083-2_3

Hiß, Stefanie (2014): *Was bleibt von der Nachhaltigkeit nach ihrer Finanzialisierung?*, in: Marcel Heires und Andreas Nölke (Hg.), *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*, Wiesbaden: Springer, 211-224. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-658-03778-9_13

Kädtler, Jürgen (2009): Finanzialisierung und Finanzmarkttrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus, SOFI Arbeitspapier 2009-5.

Kalthoff, Herbert (2005): Practices of Calculation: Economic Representations and Risk Management, in: *Theory, Culture & Society*, Jg. 22, 69-97. DOI: <https://doi.org/10.1177/0263276405051666>

Krippner, Greta R. (2011): *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Lamont, Michèle (2012): Toward A Comparative Sociology Of Valuation and Evaluation, in: *Annual Review of Sociology*, Jg. 38, 201-221. DOI: <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-070308-120022>

Langley, Paul (2008): *The Everyday Life of Global Finance*, Oxford: Oxford University Press. DOI: <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199236596.001.0001>

Latour, Bruno (1990): Technology is Society Made Durable, in: *The Sociological Review*, Jg. 38, 103-131. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-954X.1990.tb03350.x>

Lenz, Sarah/Neckel, Sighard (2017): Ethical Banks between Moral Self-Commitment and Economic Expansion. Paper presented at the Conference »Social Finance, Impact Investing, and the Financialization of the Public Interest« (March 23-24, 2017). Universität Hamburg: Center for Globalisation and Governance.

Lessenich, Stephan (2016): *Neben uns die Sintflut. Die Externalisierungsgesellschaft und ihr Preis*, Berlin: Hanser. MacKenzie, Donald (2008): *An Engine, not a Camera. How Financial Models Shape Markets*, Cambridge, Mass.: MIT Press.

Mader, Philip (2015): *The Political Economy of Microfinance. Financializing Poverty*, London: Palgrave Macmillan. DOI: <https://doi.org/10.1057/9781137364210>

Martin, Randy (2002): *Financialization of Daily Life*, Philadelphia: Temple University Press.

Meier, Frank/Peetz, Thorsten/Waibel, Désirée (2016): Bewertungskonstellationen. Theoretische Überlegungen zur Soziologie der Bewertung, in: *Berliner Journal für Soziologie*, Jg. 26, 307-328. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11609-017-0325-7>

Muniesa, Fabian (2011): A Flank Movement in the Understanding of Valuation, in: *The Sociological Review*, Jg. 59, 24-38. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-954X.2012.02056.x>

Nagel, Sebastian/Hiß, Stefanie/Woschnack, Daniela/Teufel, Bernd (2017): Between Efficiency and Resilience: The Classification of Companies According to their Sustainability Performance. In: *Historical Social Research*, Jg. 42, 189-210.

Orlikowski, Wanda J. (2002): Knowing in Practice: Enacting a Collective Capability in Distributed Organizing, in: *Organization Science*, Jg. 3, 249-273. DOI: <https://doi.org/10.1287/orsc.13.3.249.2776>

Power, Michael (1997): *The Audit Society: Rituals of Verification*, Oxford: Oxford University Press.

Power, Michael (2007): *Organized Uncertainty*, Oxford: Oxford University Press.

Seabrooke, Leonard/Tsingou, Eleni (2014): Distinctions, Affiliations, and Professional Knowledge in Financial Reform Expert Groups, in: *Journal of European Public Policy*, Jg. 21, 389-407. DOI: <https://doi.org/10.1080/13501763.2014.882967>

Tomaskovic-Devey, Donald/Lin, Ken-Hou/Meyers, Nathan (2015): Did Financialization Reduce Economic Growth?, in: *Socio-Economic Review*, Jg. 13, 525-548. DOI: <https://doi.org/10.1093/ser/mwv009>

Walker, Eva-Maria (2015): *Die Moralisierung der Finanzmärkte als Fiktion. Fallstudie zum Selbstverständnis nachhaltiger Investoren*, Wiesbaden: Springer.

Windolf, Paul (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Paul Windolf (Hg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus*, Wiesbaden: Westdeutscher Verlag, 20-57. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-322-80779-3_3

Can finance/capitalism save the planet?

Ulrich Klüh

At the height of the financial crisis in 2008 and 2009, the realm of “finance”¹ was seen as leading the world on the brink of disaster. Only ten years later, a nearly complete reversal of this view is underway. Its starting point is the realization that the ecological catastrophes associated with planetary boundaries might prove much more fatal than the catastrophes associated with excessive leverage or financial innovation. As a consequence, a quest for new and bold policies to combat climate change and other ecological problems has set in. Surprisingly, *finance* is at the core of many of the new proposals developed in this context.

The idea that finance can save the planet or at least make a crucial contribution to a more sustainable world economy receives support from many different realms of society. For example, a recent book by former World Bank Group Chief Financial Officer Bertrand Badré (“Can finance save the world: Regaining Power over Money to Serve the Common Good”) has received numerous endorsements from influential circles. These range from French president Emmanuel Macron to former British prime minister Gordon Brown and former president of the Council of Economic Advisors, Lawrence Summers, to name but a few. To make the case that finance has indeed the potential to contribute to the solution of the world’s most pressing problems, the book lists an impressive number of projects and initiatives at the most prestigious academic, business and policy organizations around the planet.

How can it be possible that a single realm of society gets so much blame and so much credit in such a short spell of time? For observers of the history of economic thought, the ability of finance to serve both as the root of all evil and the source of all hope is not as surprising as it may seem. On the one hand, capitalist societies have a long tradition of blaming the overall instability of its economic system on finance in general and banks in particular (Klüh 2014). A discursive focus on financial instability allows capitalism to insulate the real and the political sectors from criticism and policy intervention. This has been quite obvious in the recent crisis, in which the critical role of the global fragmentation of value chains and wrong-headed restrictive monetary and fiscal policies has been disguised by putting most of the blame on finance alone.

On the other hand, liquid financial markets are the holy grail of Hayekian social ideals and utopias. In few market places can prices be applied so broadly, adjusted so quickly and brought to fruition so extensively. If capitalism was completely financial, it would be freed of the frictions and rigidities of time and space. Asking whether finance can save the planet is thus akin to asking whether capitalism can.

So: Can the climate crisis be resolved within the structures of and perhaps even through capitalism? A quick search delivers two surprisingly definite answers to this question: “Yes, and only capitalism can” and “No, and only capitalism is responsible for the crisis itself”. Indeed both sides provide good arguments to support their answer. Critics of capitalism and capitalist realism have given good arguments for their case that our current economic system is at the core of the problem. Apart from its proven track record to deliver ecologically unsustainable results, it has evolved into something which has corrupted our abilities to imagine and envision policy alternatives to a degree that is politically and individually unsustainable (Fisher 2009).

Nonetheless, capitalism’s ability to solve problems of resource allocation, capital accumulation and social development cannot be dismissed. The fact that all attempts to forge “Green New Deals” have been plagued by excessive neo-liberalism does not imply that these New Deals are impossible. Capitalism shares a number of characteristics that force us to seriously consider it as part of the solution. Most importantly, any discussion about climate policy should start with a simple observation: The window of opportunity to act is closing quickly. If the next decade is lost, the window will be close to be locked. Two arguments in capitalism’s favor follow directly from this observation: First, there is

¹ Comprising the financial sector, markets and institutions, financial tools, products and innovations as well as financial concepts, ideas and ways of thinking.

no time for a system change. Second, capitalism has a proven ability to trigger and fuel large-scale structural change on a global level. This ability has its roots in a number of characteristics:

- Through its financial and monetary system, it provides public and private entities with powerful means to re-direct control over productive resources. The ability of the banking system to create purchasing power out of thin air, which has been forcefully criticized after the crisis for its role in creating instabilities, might be one of the mechanisms that can be usefully employed to “reign in the billions” (Aglietta et al 2015) that are necessary to stem the climate challenge.
- Through its combination of trust in entrepreneurship and price signals, capitalism is said to produce a favorable conditions for technological change and innovation.
- Capitalism has proven to be socially most acceptable in situations in which large-scale public infrastructures are built and combined with changes of the modes of production in firms and the ways of living in households, as these episodes are usually characterized by high levels of employment, income growth and income convergence.
- As a global system equipped with global institutions, capitalism offers means to attenuate the main political obstacle to swift and bold action, the coordination problem among competing nation states.

Against the backdrop of so many reasons for pessimism and optimism, the answer of most political economists to the question on capitalism’s ability to save the planet understandably is: “It is impossible to tell”. While it is obvious that answering it would require a combination of insights no science or combination of science has at its disposal, the question is of such utmost importance and urgency that political economists have a moral obligation to give their best guess. While the consequences of the financial and economic crisis have been dramatic, they are dwarfed by the dramatic consequences that would follow from hitting the wall constituted by planetary boundaries. As we are approaching this wall quickly, action has to be swift. When decisions have to be immediate, deep analysis sometimes has to make way for intuition and guesswork.

This note contributes to such educated guesswork. On the one hand, it is a reflection on the role of finance in the discourse on capitalist crises, in particular the climate and the recent economic and financial crisis. On the other hand, it spells out pre- and master-conditions that would need to be fulfilled to put capitalism into a position that would enable it to master the climate policy challenge. More concretely, I ask which radical changes are proposed by scholars of climate, macroeconomic, innovation and social policy that follow the Keynesian, Schumpeterian and Rooseveltian impulse to prefer radical progressive change of capitalism to both the status quo and the call for a new system (for a similar approach from a more Schumpeterian perspective, see Land 2017):

- Capitalism uses price signals to quickly and forcefully channel changes in the economic environment into resource reallocation and a reconfiguration of economic organization. It is therefore commonly agreed that the price for greenhouse emissions and other environmentally harmful activities would need to become strictly positive and approach a minimum level of at least 50 US-Dollars per tonne (Carbon Pricing Leadership Coalition 2017). Against the backdrop of the recent inability of emissions trading schemes to deliver such a price quickly and reliably, a high carbon tax appears to be the only way to reach this goal.
- Apart from ensuring a high price for emissions, state actors would need to take a much bolder view of their role as facilitator and medium of innovation, investor of last resort, and organizer of redistributive processes. This would not only require a bigger, but also a more self-confident state, investing heavily in its human resources and in its ability to lead and orchestrate change, if needed against the impulse of markets, the logic of competition and the interests of those that have benefited from the status quo.
- Concrete steps to put the state at the center of the needed transformation have been discussed extensively. In the case of innovation, recent research indicates, first of all, a need to recognize that public institutions are usually the natural first movers and orchestrators of large-scale social innovations (Mazzucato 2013). This insights also has wide-ranging consequences for public investment, which the state would need to extend massively, employing both the budget and public financial institutions.

- In the case of distributive, social and labor market policies, the state would need to ensure that especially the more vulnerable and economically disenfranchised parts of the population would experience the benefits from climate change. Even more importantly, the state would need to make sure that the fact that the wealthy parts of the population are disproportionately responsible for the ecological crisis would be taken into account. A highly progressive tax on airplane tickets, which has been recently proposed by a number of prominent economists, could be a sensible starting point for such an approach.
- The enlarged role of the state following from these changes would require a more general broadening of the public revenue base both in terms of taxation and in terms of debt. It would require an overhaul of the tax system, with a particular emphasis on taxing environmentally harmful activities and wealth (Klüh 2016). As it is unlikely that these changes would be implemented in the majority of countries, tax evasion and similar problems might need to be countered through a system of capital controls.

Taken together, measures along these lines would constitute a radical departure from the way the economic system currently functions. They would imply a combination of a return to the type of regulatory capitalism dominant after the Bretton Woods agreement with a radical focus on ecological and social sustainability. Whether an economic system sharing these characteristics would still be called capitalism is an important but in the end semantic question.

What about finance? The measures discussed are essentially non-financial, as they mainly address issues of environmental and wealth taxation as well as the role of the state as investor, instigator and source of social innovation. Even though finance is not at the core of the needed transformation, however, it could play a crucial role in ensuring a speedy and dynamic transition. More concretely, the listed changes would open a policy space in which finance could contribute substantially to increasing environmental and social sustainability. Obviously, private financial intermediaries and actors would see very strong reasons to engage in schemes for green finance if governments assume substantial parts of the risk and engage as co-investors. Moreover, new architectures of financial intermediation would emerge that are both based on public and private institutions.

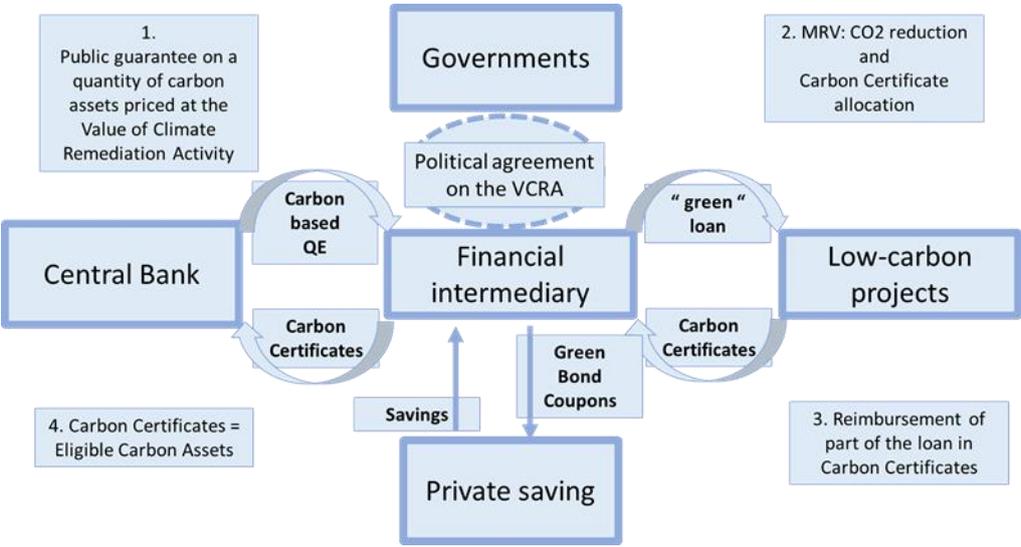


Figure 1: Financial intermediation and climate policy, adopted from Aglietta et al. (2015, page 27)

Figure 1 displays and exemplifies such structures and shows that these architectures would leverage exactly those elements of modern capitalism which have received a disproportionate share of blame after the financial and economic crisis of 2008: Bank money creation and the power of public central banks to ignite and steer it. As already emphasized by Schumpeter, the ability of the credit system is the secret behind capitalism’s ability to spur innovation and economic dynamics. Consequently, while it is unclear whether capitalism can save the world, it seems to be pretty clear that capitalism without money creation through banks can’t.

What does this imply for a critical reflection on the role of finance in crisis discourse? As spelled out above, finance can be considered a projection screen on which capitalist societies reflect both on the foundations and on the instabilities and weaknesses of their economic system and on its foundations. The discussion on the role of finance in the transformative processes required by planetary boundaries would be much more fruitful if this was taken into account: Many of the hopes that are currently pinned on impact investing, green finance and similar ideas appear to be conscious and subconscious deflections from the real issues, which are related to the problems of a socially and environmentally unsustainable system of financialized capitalism.

Still, more radical discussion of green finance can shed light on the real exigencies. Perhaps even more importantly, they have the potential to contribute to the unfinished business of discussing the roots of the 2008/09 crisis not only in terms of a dysfunctional financial system, but a dysfunctional economic system and ideology. It is not so much the way we organize finance itself, but the way we institutionalize the macro regime (Klüh 2017) around it that shapes the potential role finance can play in fostering a more sustainable world.

Prof. Dr. Ulrich Klüh ist Professor für Volkswirtschaftslehre mit den Schwerpunkten Makroökonomik und Wirtschaftspolitik an der Hochschule Darmstadt.

Literatur

Aglietta, Michel, Sirkis, A., Hourcade, J.C., Dasgupta, D., Studart, R., Gallagher, K., Perrissin-Fabert, B., Da Veiga, J.E., Espagne and E., Stua, M. (2015). Moving the trillions: A debate on positive pricing of mitigation actions.

Badré, Bertrand (2018). Can Finance Save the World? Regaining Power over Money to Serve the Common Good. Berrett-Koehler Publishers.

Carbon Pricing Leadership Coalition (2017). Report of the High-Level Commission on Carbon Prices. The World Bank Group, 2017.

Fisher, Mark (2009). Capitalist realism: Is there no alternative? John Hunt Publishing.

Klüh, Ulrich (2014). "Sismondis Spur: Krisen- und Selbstverständnis der Ökonomik." In Held, Martin, Kubon-Gilke, Gisela und Sturn, Richard (Hrsg.): Jahrbuch Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik 13 (2013) - Unsere Institutionen in Zeiten der Krisen, Marburg: Metropolis Verlag.

Klüh, Ulrich (2015). 'Denken in Makroregimes' und Große Transformationen: Eine Anwenderperspektive. In Held, Martin, Kubon-Gilke, Gisela und Sturn, Richard (Hrsg.): Jahrbuch Normative und Institutionelle Grundlagen der Ökonomik 15 (2015), Marburg: Metropolis Verlag.

Klüh, Ulrich (2016). Kapitalakkumulation durch Kapitalbesteuerung? Eine kontextuelle Analyse der Vermögensbesteuerung. Ethik und Gesellschaft, (Aug. 2016).

Land, Rainer (2017): Ist Öko-Kapitalismus möglich? In: Markt und Staat neu denken. Wiesbaden: Makroskop Mediengesellschaft. www.makroskop.eu, S. 52-65. <https://makroskop.eu/dossier/markt-und-staat-neu-denken/>.

Mazzucato, Mariana (2013): The Entrepreneurial State: debunking private vs. public sector myths. London: Anthem.

Stärkt die Regulierung des Finanzsystems die Verantwortungsübernahme der Zentralbanken oder sorgt sie nur für Verantwortungsdiffusion?

Zentralbanken als Shadow Dealer of Last Resort: Die Global Governance des Finanzsystems, das Schattenbankensystem und die Zentralbankpolitik nach der globalen Finanzkrise

Joscha Wullweber

Seit der Finanzkrise von 2007-2009 hat sich die Global Governance des Finanzsystems grundlegend verändert. Die Stabilisierung des Finanzsystems basiert heute maßgeblich auf der Stabilisierung des marktbasierenden Kreditsystems, des sogenannten Schattenbankensystems. Ein funktionierendes Schattenbankensystem bedarf jedoch seit der Finanzkrise des ständigen Eingreifens der Zentralbanken, da der Wertpapiermarkt allein nicht in der Lage ist, sich selbstständig zu stabilisieren. Um diese Aufgabe übernehmen zu können, mussten sich die Zentralbanken weitgehend von ihrer bis zum Zeitpunkt der Krise vorherrschenden Art der Geldpolitik verabschieden und neue, unkonventionelle und stark von der Norm abweichende Wege einschlagen. Eine neue Ära der Zentralbankpolitik wurde eingeläutet. Neben dem Repertoire an unkonventionellen Maßnahmen, wie das Absenken des Leitzinses auf 0 % bis 0,25 % und der quantitativen Lockerung, agieren die Zentralbanken nun erstmals selbst als Finanzhändler und marktmachender Akteur, also nicht mehr nur als Lender of Last Resort, sondern auch Market-Maker of Last Resort. Zugleich schufen sie für Akteure des Schattenbankensystems die Möglichkeit, direkt auf Zentralbankgeld zugreifen zu können. Dieses Privileg war bislang allein den Banken vorbehalten. Auch heute noch sind es vor allem die Zentralbanken, die das Finanzsystem maßgeblich stabilisieren.

Das Handeln der Zentralbanken galt in der Zeit der Great Moderation, der Phase von Mitte der 1980er bis 2007 mit relativer Preisstabilität und stetigem Wachstum, als weitgehend vorhersehbar und unpolitisch und beschränkte sich vor allem auf Leitzinspolitik. Heute sind die wichtigsten Zentralbanken zentrale Akteure in der Global Governance des Finanzsystems. Die geldpolitischen Interventionen der Zentralbanken sind fundamental, um die grundlegenden Krisenreaktionen auf die Finanzkrise und die grundlegende Veränderung der Global Governance des heutigen Finanzsystems zu verstehen. Sie markieren einen radikalen Bruch mit der vormals vorherrschenden Art der Governance. Grund hierfür ist das Schattenbankensystem, das in den letzten 20 Jahren stetig an Bedeutung gewonnen hat und inzwischen essentiell für das Funktionieren des globalen Finanzsystems geworden ist.

Die Geldpolitik der Zentralbanken reguliert heutzutage stärker als je zuvor Kreditnachfrage und Kreditangebot und damit die Liquidität und Stabilität der Finanzmärkte, wodurch die Verflechtung von staatlichen Institutionen und Finanzmarkt insgesamt deutlich komplexer geworden ist und auch neue demokratietheoretische Fragen aufwirft. Ziel des Beitrags ist es, die neue Rolle der Zentralbanken für die Global Governance des Finanzsystems und das sich verändernde Verhältnis von Staat und Markt herauszuarbeiten.

Dr. Joscha Wullweber ist Akademischer Rat im Fachbereich Globalisierung und Politik an der Universität Kassel. Er ist weiterhin Repräsentant der Arbeitsgruppe Internationale Politische Ökonomie der Deutschen Vereinigung für Politikwissenschaft.

Das politische Projekt *Europäische Bankenunion*: Zur Rolle von *Systemrelevanz* im neuen Finanzmarktregime der Europäischen Union.

Andreas Kallert

Rund zehn Jahre nach Ausbruch der großen Finanzkrise befinden sich viele europäische Finanzinstitute weiterhin in einem desolaten Zustand: Weitgehend unbemerkt von der Öffentlichkeit kollabieren Großbanken, werden in *good bank* und *bad bank* aufgeteilt, von Konkurrenten mit staatlichen Subventionen zum Spottpreis übernommen oder gar erneut vom Staat gerettet (Forbes, 28.01.2016; Financial Times, 12.04.2017; Guardian, 26.06.2017). Noch immer bestehen viele strukturelle Probleme des gegenwärtigen Wirtschafts- und Finanzsystems: Niedrig- bis Nullzinsen und Anleihenkaufprogramme von Zentralbanken, „Blasenökonomie“, unzureichende Aufsicht, hohe (Staats-)Verschuldung, massive Externalisierung, soziale Ungleichheit usw. usf. (Lessenich 2016; Piketty 2014; PROKLA-Redaktion 2016). Die europäischen Finanzinstitute sitzen nach wie vor auf riesigen Summen von ausfallgefährdeten („faulen“) Krediten – aktuell beträgt der Umfang der NPLs rund 779 Mrd. Euro (European Banking Authority 2018) –, deren marktkonform gebotene Abschreibung die nächste große Bankenkrise auslösen könnte. Darüber hinaus lässt sich eine verstärkte Bereitschaft beobachten, (erneut) in risikoreiche Anlagen zu investieren, worin die EZB „potential systemic risk“ sieht (European Central Bank 2017).

Entsprechend nervös reagieren Banken, Aufsicht und Regierungen, wenn es um Reformen der Finanzmarktregulierung und folglich auch Bankenabwicklung in Europa geht. Nichtsdestotrotz verstärkt die Europäische Union im Nachgang der billionenschweren Krise ab 2007 die Supranationalisierung der Finanzmarktregulierung und -aufsicht: Die neu geschaffene *Europäische Bankenunion* überträgt nationale Kompetenzen auf zentrale EU-Institutionen im Bereich Aufsicht und Abwicklung (Quaglia 2010, 2013). Konkret beinhaltet das einheitliche Regelwerk zur Bankenunion drei Richtlinien: die Eigenkapitalrichtlinie, die Abwicklungsrichtlinie und die Einlagensicherungsrichtlinie (vgl. Castañeda et al. 2016; Ognian Hishow / Pawel Tokarski 2014). Damit sollen (Bank-)Krisen möglichst verhindert bzw. auf sie besser reagiert werden können. Dabei spielt das Wettbewerbsargument eine große Rolle: Verzerrungen des freien Wettbewerbs auf dem Finanzmarkt durch sog. *systemrelevante* Institute (systemic important financial institutions – SIFIs) sollen reduziert und damit Kosten für öffentliche Haushalte vermieden werden (vgl. Conlon/Cotter 2016). Vor allem bei Aufsicht und Abwicklung setzt die Bankenunion stark auf das Kriterium der Systemrelevanz, um zwischen nationaler und supranationaler Zuständigkeit unterscheiden zu können. Den Regierungen der Euro-Länder wird die Kompetenz über Aufsicht sowie über die Abwicklungsentscheidung – *bail-out* oder Insolvenz – von als systemrelevant eingestuften Banken entzogen und auf vergemeinschaftete Institutionen übertragen. Allerdings gibt es Ausnahmen: So kann die supranationale EU-Aufsicht eines den Kriterien nach systemrelevanten Instituts etwa durch lose definierte „besondere Umstände“ mit entsprechender Einzelfallprüfung nach der SSM-Rahmenverordnung unterlaufen werden (Europäische Zentralbank 2014: Titel 9, Artikel 70).

Dennoch sind die Regeln der Bankenunion über die Einstufung von SIFIs zunächst recht klar und nachvollziehbar – im Gegensatz zu den zahlreichen, nationalstaatlich organisierten adhoc-Rettungen während der „Panikphase“ der Finanzkrise 2008 (vgl. Kutter 2013). Obwohl somit *bail-outs* auf Kosten der Allgemeinheit durch die Bankenunion zukünftig vermieden werden sollen, wurden jedoch allein in Italien seit Ende 2016 drei Banken vom Staat gerettet. Wurde die Monte dei Paschi noch *aufgrund* ihrer *Systemrelevanz* und dem vorgeblichen Schutz der vielen RentnerInnen und KleinsparerInnen vor der Insolvenz bewahrt (Bloomberg, 22.12.2016), konnte der italienische Staat nunmehr im Juni 2017 zwei Banken, Banca Popolare di Vicenza und Veneto Banca, für rund 17 Mrd. Euro entgegen der Absicht der europäischen Bankenunion nur deshalb retten, *weil* sie als *nicht systemrelevant* betrachtet werden (Forbes, 26.06.2017). Dass sowohl die Banca Popolare di Vicenza als auch die Veneto Banca auf der Liste der systemrelevanten Banken und damit unter Aufsicht zentraler EU-Behörden standen, drückt die flexible Interpretation von Finanzmarktregeln gerade im aktuellen Krisendiskurs aus. Diese ersten Praxistests hinsichtlich der (Nicht-)Abwicklung in Italien,

aber auch in Portugal (Banco Espírito Santo) und Spanien (Banco Popular) verdeutlichen also, dass gerade bei der Beurteilung der Systemrelevanz weiterhin politischer Handlungsspielraum vorhanden ist. Es muss daher eine Diskrepanz zwischen der bekundeten Intention der Bankenunion – die Vermeidung von Kosten für die Allgemeinheit (Lindner et al. 2014) – und der bisherigen Umsetzung der neuen supranationalen Finanzmarktregularien zugunsten spezifischer Partikularinteressen konstatiert werden (vgl. Lindner/Redak 2017). Darin zeigt sich ein hoch aktuelles Forschungsdesiderat: Wie genau gelingt es bestimmten Akteuren im Rahmen der Europäischen Bankenunion auch zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise, Systemrelevanz als Argument im Diskurs in Anschlag zu bringen, um vermögensschonende Politiken durchzusetzen? Während der akuten Phase der Finanzkrise ab 2007 konnte sich Systemrelevanz („too big to fail“) einer eindeutigen Definition entziehen und die Funktion eines diskurstheoretisch gesprochen „leeren Signifikanten“ erfüllen, auf den sich die Akteure von Fall zu Fall neu und variabel beziehen und mit unterschiedlichem Inhalt füllen konnten (Kallert 2017): Wie sehen nun aber die Definitionen von Systemrelevanz im Setting der Europäischen Bankenunion aus und inwiefern ermöglicht die gegenwärtige Ausgestaltung und Praxis der Bankenunion die fortschreitende Sozialisierung von privaten Verlusten mittels staatlicher Bankenrettungen – während zugleich das fragile europäische Bankensystem und die sie stützenden Kapitalien geschont werden (Wissel 2017)?

Der Beitrag hat zum Ziel, diese gesellschaftspolitisch relevanten Fragen aus polit-ökonomischer Perspektive zu diskutieren und dabei die Entwicklung von den Bankenrettungen 2007/8 hin zur Europäischen Bankenunion mit Fokus auf Systemrelevanz kritisch nachzuzeichnen.

Dr. Andreas Kallert arbeitet am Institut für Politikwissenschaft an der Philipps Universität Marburg.

Literatur

Castañeda, Juan E./Mayes, David G./Wood, Geoffrey (Hg.) (2016): European banking union. Prospects and challenges. Routledge International Studies in Money and Banking, Bd. 85. Abingdon, Oxon/New York, NY.

Conlon, Thomas/Cotter, John (2016): Euro area bank resolution and bail-in. Interventions, triggers and writedowns. In: Castañeda, Juan E./Mayes, David G./Wood, Geoffrey (Hg.): European banking union. Prospects and challenges. Routledge International Studies in Money and Banking, Bd. 85. Abingdon, Oxon/New York, NY: 78–99.

Europäische Zentralbank (2014): Verordnung der EZB vom 16. April 2014 zur Einrichtung eines Rahmenwerks für die Zusammenarbeit zwischen der Europäischen Zentralbank und den nationalen zuständigen Behörden und den nationalen benannten Behörden innerhalb des einheitlichen Aufsichtsmechanismus. SSM-Rahmenverordnung.

European Banking Authority (2018): Risk Dashboard Data as of Q1 2018.

European Central Bank (2017): Financial Stability Review. November 2017. Zugriff: 5.12.2017.

Kallert, Andreas (2017): Die Bankenrettungen während der Finanzkrise 2007 - 2009 in Deutschland. Zur Kritik der Systemrelevanz. Münster, Westf.

Kutter, Amelie (2013): Zur Analyse von Krisendiskursen. Korpusgestützte Exploration der nordatlantischen Finanzkrise. In: Wengeler, Martin/Ziem, Alexander (Hg.): Sprachliche Konstruktionen von Krisen. Interdisziplinäre Perspektiven auf ein fortwährend aktuelles Phänomen. Sprache – Politik – Gesellschaft, Bd. 12. Bremen: 241–266.

Lessenich, Stephan (2016): Neben uns die Sintflut. Die Externalisierungsgesellschaft und ihr Preis. Schriftenreihe / Bundeszentrale für Politische Bildung, Band 10010. Bonn.

Lindner, Fabian/Soemer, Nicolas/Theobald, Thomas (2014): Chancen und Risiken der Europäischen Bankenunion. In: IMK Policy Brief.

Lindner, Peter/Redak, Vanessa (2017): The resilience of households in bank bail-ins. In: Financial Stability Report Nr. 33: 88–101.

Ognian Hishow / Pawel Tokarski (2014): Die Bankenunion verspricht mehr, als sie halten kann. Bankenrettungen mit Steuergeldern sind nach wie vor wahrscheinlich. In: SWP-Aktuell Nr. 72.

Piketty, Thomas (2014): Das Kapital im 21. Jahrhundert. München.

PROKLA-Redaktion (2016): Der globale Kapitalismus im Ausnahmezustand. In: PROKLA. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 46(185): 507–542.

Quaglia, Lucia (2010): Governing financial services in the European Union. Banking, securities and post-trading. Routledge/UACES Contemporary European Series, Bd. 12. London.

— (2013): Financial regulation and supervision in the European Union after the crisis. In: Journal of Economic Policy Reform 16(1): 17–30.

Quaglia, Lucia/Spendzharova, Aneta (2017): The Conundrum of Solving ‘Too Big to Fail’ in the European Union. Supranationalization at Different Speeds. In: JCMS: Journal of Common Market Studies 55(5): 1110–1126.

Wissel, Jens (2017): Warum die Europäische Union gescheitert ist. Eine Bilanz. In: Widersprüche 37(144): 25–38.

Regulative Derivate - Institutionen der Verantwortungsexternalisierung Die europäische Post-Krisen Kapitalmarktregulierung eine institutionelle Pathologie?

Mica Valdivia

Die letzte Finanzmarktkrise (2008) hat zu enormen wirtschaftlichen und soziokulturellen Schäden geführt sowie in großem Umfang die andauernde EU-Staatsschuldenkrise befeuert.

Finanzmarktakteuren wurde in Folge gesellschaftlich eine moralische Entscheidungskompetenz abgesprochen. Der Gesetzgeber reagierte darauf: Zur Vermeidung zukünftiger Finanzmarktkrisen systemischen Ausmaßes hat der Europäische Gesetzgeber daher seitdem mehr als 20 Gesetze sowie mehr als 400 an die Europäische Kommission und Europäischen Aufsichtsbehörden für Banken (EBA), Versicherungen (EIOPA) und Wertpapiere und Märkte (ESMA) delegierten Rechtsakte (Level 2) erlassen. Der übergeordnete normative Zweck dieses kompakten Finanzmarktregulierungsbuchs (Single Rule Book) ist die Etablierung von Finanzmarktstabilität sowie der Anlegerschutz im Allgemeinen.

Ich möchte beispielhaft an der europäischen Post-Krisen-Kapitalmarktregulierung den enormen Umfang und Detailgrad der Finanzmarktregulierung kritisch hinterfragen: welche Folgen ergeben sich daraus für die Berücksichtigung von gesellschaftlichen Fragestellungen bzw. der Wahrnehmung moralischer Verantwortung der Normadressaten sowie der Normsetzer selbst?

Anhand einer Analogie zu Finanzderivaten möchte ich der europäischen Post-Krisen-Kapitalmarktregulierung eine ‚institutionelle Pathologie‘ ‚diagnostizieren‘. Die Institutionen der europäischen Kapitalmarktregulierung dienen den (kollektiven) Akteuren zur ‚Externalisierung‘ moralischer Verantwortung.

Mica Valdivia promoviert zurzeit an der Universität Witten/Herdecke. Dieser Beitrag ist Teil ihres Promotionsprojektes.



Programm – Donnerstag, den 6. September 2018

11:30 – 12:30 Uhr **Ankommen und Begrüßungsimbiss**

12:30 – 12:45 Uhr **Begrüßung**

Alexander Gemeinhardt, Schader-Stiftung

Prof. Dr. Ulrich Klüh, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft

12:45 – 14:30 Uhr **Impulsvorträge und Diskussion**

Geldverwendung – Geldwissen – Geldvertrauen

Univ.-Prof. Dr. Klaus Kraemer, Institut für Soziologie, Universität Graz

Zur Synchronisation von Politik und Finanzmarktökonomie

Dr. Ulf Bohmann, Technische Universität Chemnitz, Institut für Soziologie

Moderation: *Prof. Dr. Ulrich Klüh*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft

14:30 – 15:00 Uhr Pause

15:00 – 16:30 Uhr **Workshop-Runde I**

Komplexität, Autonomie und Entkopplung I (Saal)

Autonomie der Finanzmärkte – unausweichlich oder verhängnisvoll?

Mit Beiträgen von

PD. Dr. Barbara Kuchler, Universität Bielefeld, Fakultät für Soziologie

Dr. Christina Kleinau, HHL Leipzig Graduate School of Management

Moderation: *Korbinian Zander*, Oswald von Nell-Breuning-Institut für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik, Frankfurt am Main

Politischer Protest I (1. OG Mittelraum)

Gefährden die politischen Reaktionen auf die Finanzkrise die Stabilität demokratischer Ordnungen?

Mit Beiträgen von

Prof. Dr. Isabel Kusche, Aarhus Institute of Advanced Studies, Aarhus University

PD Dr. Silke Ötsch, Universität Innsbruck, Fakultät für Soziale und Politische Wissenschaften

Moderation: *Andreas Kaltwasser*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft

Banken und Realwirtschaft (2. OG Mittelraum)

Welche Bedeutung haben die Bedarfe der Realwirtschaft für die Entwicklung des Bankensystems?

Mit Beiträgen von

Dr. Benjamin Braun, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, Köln

Prof. Dr. Richard Deeg, Temple University, Philadelphia/PA, USA

Prof. Dr. Jürgen Kädtler/PD Dr. Michael Faust, SOFI Soziologisches Forschungsinstitut, Georg-August-Universität Göttingen

Moderation: *Dr. Charlotte Möser*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft

16:30 – 17:00 Uhr Pause



Programm – Donnerstag, den 6. September 2018

- 17:00 – 18:30 Uhr **Workshop-Runde II**
Komplexität, Autonomie und Entkopplung II (Saal)
Was folgt aus der Komplexität des Finanzsystems für die politischen Ambitionen seiner Gestaltung?
Mit Beiträgen von
PD Dr. Jürgen Schraten, Justus-Liebig-Universität Gießen, Institut für Soziologie
Prof. Dr. Andreas Langenohl/Carola Westermeier, Justus-Liebig-Universität Gießen, Institut für Soziologie

Moderation: *Moritz Hütten*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft
- Politischer Protest II (1. OG Mittelraum)**
Welche Konsequenzen haben populistische Krisenreaktionen für die demokratische Pluralität in Europa?
Mit Beiträgen von
Prof. Dr. phil. habil. Uwe Kranenpohl, Evangelische Hochschule Nürnberg, Politik- und Verwaltungswissenschaften
Dr. Ricardo Kaufer, Georg-August-Universität Göttingen, Institut für Politikwissenschaft

Moderation: *Dr. Charlotte Möser*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft
- Regulierung I (2. OG Mittelraum)**
Ist die Steuerbarkeit der Finanzmärkte nur eine politisch-mediale Illusion?
Mit Beiträgen von
Dr. Sven Grzebeta, Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main
Vanessa-Maria Redak, Österreichische Nationalbank, Abteilung für Finanzmarktstabilität und Makroprudenzielle Aufsicht
Dr. Eileen Keller, Deutsch-Französisches Institut, Ludwigsburg

Moderation: *Andreas Kaltwasser*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft
- 18:30 – 19:30 Uhr Kleiner Abendempfang
- 19:30 – 21:00 Uhr **Podiumsgespräch**
10 Jahre nach der Finanzkrise: Vor welchen grundlegenden Problemen stehen Organisationen der Finanz- und Realwirtschaft heute?
mit
Prof. Dr. Dirk Baecker, Universität Witten/Herdecke, Fakultät für Kulturreflexion
Prof. Dr. Jürgen Kädtler, SOFI Soziologisches Forschungsinstitut, Georg-August-Universität Göttingen
Benedikt Hoffmann, Chief Operating Officer, Invest in Visions GmbH, Frankfurt am Main

Moderation: *PD Dr. Michael Faust*, Georg-August-Universität Göttingen, Soziologisches Forschungsinstitut (SOFI)



Programm – Freitag, den 7. September 2018

- 9:00 – 10:30 Uhr **Plenumsdebatte**
Welche Prinzipien und Leitlinien haben den Umgang mit dem Finanzsystem nach der Krise dominiert? Welche Baustellen verbleiben?
mit
Prof. Dr. Matthias Thiemann, Sciences Po, Centre d'études européennes et de politique comparée, Paris
Prof. Dr. Ulrich Klüh, Zentrum für nachhaltige Wirtschafts- und Unternehmenspolitik, Hochschule Darmstadt
Torsten Windels, freiberuflicher Ökonom, bis Mitte 2018 Chefvolkswirt der Nord/LB

Moderation: *Dr. Tobias Robischon*, Schader-Stiftung
- 10:30 – 11:00 Uhr Pause
- 11:00 – 13:00 Uhr **Workshop-Runde III**
Globalisierung (Saal)
Den globalisierten (Finanz-)Kapitalismus steuern – wer soll dazu schon in der Lage sein?
Mit Beiträgen von
Uwe Lammers, Europa-Universität Flensburg
Prof. Dr. Lothar Funk, Hochschule Düsseldorf, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften

Moderation: *Korbinian Zander*, Oswald von Nell-Breuning-Institut für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik, Frankfurt am Main
- Nachhaltigkeit (1. OG Mittelraum)**
Wo liegen die Grenzen einer ökologischen Indienstnahme der Finanzwirtschaft?
Mit Beiträgen von
Dr. Natalia Besedovsky, Universität Hamburg, Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Prof. Dr. Ulrich Klüh, Zentrum für nachhaltige Wirtschafts- und Unternehmenspolitik, Hochschule Darmstadt

Moderation: *Moritz Hütten*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft
- Regulierung II (2. OG Mittelraum)**
Stärkt die Regulierung des Finanzsystems die Verantwortungsübernahme der Zentralbanken oder sorgt sie nur für Verantwortungsdiffusion?
Mit Beiträgen von
Dr. Joscha Wullweber, Universität Kassel, Fachbereich Gesellschaftswissenschaften
Dr. Andreas Kallert, Philipps-Universität Marburg, Institut für Politikwissenschaft
Mica Valdivia, Universität Witten/Herdecke, Fakultät für Kulturreflexion

Moderation: *Andreas Kaltwasser*, Hochschule Darmstadt, Fachbereich Wirtschaft
- 13:00 – 14:00 Uhr Mittagessen
- 14:00 – 15:30 Uhr **Podiumsgespräch**
Steuerung des Finanzsystems – Wunsch und Wirklichkeit
Prof. Dr. Axel Wieandt, WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar
Prof. Dr. Bernhard Emunds, Oswald von Nell-Breuning-Institut für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik, Frankfurt am Main

Moderation: *Dr. Rudolf Kriszeleit*, Staatssekretär a.D., Schader-Stiftung
- 15:30 Uhr Verabschiedung