

Christian Christen :

Gleicher und reicher über die Börse?

- Zu Verteilungswirkungen des Finanzmarktes -

1. Einleitung

In Deutschland gilt nach wie vor die Binsenweisheit, dass kaum etwas schwieriger zu erfassen ist als die Vermögensverteilung. Daran hat sich selbst mit dem ersten Armuts- und Reichtumsbericht 2001 (Bundestagsdrucksache 14/5990) nichts Wesentliches geändert. Die zugrunde liegenden Daten des Berichts, mit deren Hilfe man sich an die Verteilungswirkungen der Finanzmärkte im so genannten Shareholder-Value-Kapitalismus hätte annähern können, entstammen ausnahmslos den üblichen statistischen Quellen und enthalten entsprechend die längst bekannten Ungenauigkeiten und Leerstellen. Dabei ist gerade die Analyse des Anlagevermögens in Wertpapiere eine zwingende Voraussetzung, um relevante Aussagen darüber abzugeben, inwieweit die jüngsten Entwicklungen auf dem Finanzmarkt und an den Börsen es erlauben würden, von einem „Volkskapitalismus“ oder einer entsprechenden Transformation zu sprechen. Denn allein die Existenz einiger als „Volksaktie“ bezeichneter Wertpapiere oder der im damaligen „New Economy Segment“ stark genutzten Mitarbeiterentlohnung über Aktien-Options-Modelle tragen für sich genommen kaum etwas zur Klärung bei. Sie sagen nichts darüber aus, ob über den direkten/indirekten Wertpapierbesitz die Beteiligung signifikanter Bevölkerungsanteile am Produktivkapital überhaupt möglich wäre und welche Auswirkungen dies auf die gesamtgesellschaftliche Verteilungssituation hat.

Der vorliegende Text skizziert zunächst anhand von Daten aus unterschiedlichen Quellen die deutsche Entwicklung der Vermögensbestände und entkräftet darüber einige der üblichen Vorstellungen. Zum zweiten wird die Problematik durch einen Vergleich mit den Entwicklungen in den USA abgeglichen. Drittens wird der Blick über die Vergangenheit und Gegenwart hinaus gelenkt. Versucht wird, die spezifischen Bedingungen auf den Finanzmärkten in den letzten Jahrzehnten zu identifizieren sowie mögliche strukturbestimmende Veränderungen zu antizipieren.

Bisher führten die internationalen Veränderungen im Kontext der Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte zu politischen und

ökonomischen Konfiguration, die den hohen Zufluss an liquiden Mitteln seit Mitte der 70er Jahre begünstigten (Huffschmid 1998). Hier finden sich notwendige Voraussetzungen für das anwachsende Finanzkapital in Relation zum Sachkapital und den Bruttoinvestitionen, und die Finanzmärkte dynamisierten sich insofern, dass die steigenden Renditen der Finanzanlagen über den Prozess der Kapitalmarktinflation refinanziert werden konnten. Diese spezifische Situation ist nicht nur konjunktureller oder zyklischer Natur, sondern immanenter Bestandteil des modernen Finanzmarktes (Mynski 1982, 1990). Selbstverständlich werden dabei auch weiterhin die Erwartungen bei der Preisbildung auf den Wertpapiermärkten und die realen ökonomischen Prozesse, die zur Umbewertung der Vermögenspositionen führen, immer wieder auseinander fallen. Allerdings wird der zusätzliche strukturbestimmende Effekt zukünftig eher in der Umkehr der Finanzierungsströme selbst liegen. Sollten die Prognosen und theoretisch begründeten Erwartungen eines ab 2010 beginnenden stagnierenden Zustroms und später eines negativen Saldos – mehr Abflüsse statt Zuflüsse – liquider Mittel eintreten, hätte dieses nicht nur Konsequenzen für die Verteilungskonflikte. Dies stellt zudem die ohnehin gewagte Hypothese eines sich abzeichnenden „postfordistischen Akkumulationsregimes der Vermögensbesitzer“ (Aglietta 2000) nachhaltig in Frage.

2. Makroökonomische Eckdaten

Die Entwicklung der Vermögensbestände, des Vermögenseinkommens und der Ersparnis ist zunächst abhängig vom verfügbaren Einkommen und der Konsumneigung. Am Anfang der Vermögensbildung stehen traditionelle Anlageformen wie Sparguthaben (Sichteinlagen), Bausparguthaben und Lebensversicherungen. Später gewinnen der Immobilienbesitz, Wertpapiere und Termingelder an Bedeutung. Generell übersetzt sich jede Ungleichmäßigkeit bei der Primärverteilung (Löhnen zu Profiten) und Sekundärverteilung (Transferleistungen) in die Möglichkeit der Ersparnisbildung. Und es gilt, dass je höher das Einkommen ist, desto höher ist die

Ersparnisbildung und desto differenzierter und renditeträchtiger sind die Vermögensbestände. Folglich gewinnt die weitere Vermögensbildung durch relativ hohe Rückflüsse aus bereits angesammelten Vermögensbeständen an Dynamik.

2.1. Deutschland

Die im Armuts- und Reichtumsbericht und in anderen Publikationen festgestellte langfristige Angleichung in der Verteilung des Privatvermögens in Deutschland ist im Kern auf die Wertentwicklung und Streuung des Immobilienbesitzes zurückzuführen. Der private Immobilienbesitz bildet den größten Teil des durchschnittlichen Privatvermögens: 1998 besaßen 51% der Arbeitnehmerhaushalte und 44% der Nicht-Erwerbstätigenhaushalte Immobilien (1962 jeweils nur 32%). Ein genauerer Blick auf die aggregierte Größe „Privatvermögen“ zeigt jedoch, dass den unteren 50% aller Haushalte nur 4,5% des gesamten

Privatvermögens gehört und 42% des Privatvermögens auf die obersten 10% aller Haushalte entfielen. Anhand der rudimentären Daten lässt sich konstatieren, dass die Privatvermögensbestände, die Vermögenseinkommen und die Vermögensbildung privater Haushalte ungleichmäßig verteilt sind. Anzumerken ist zudem, dass vom Produktivvermögen im Jahr 1995 schätzungsweise 1,3 Billionen DM privates Betriebsvermögen war, das nicht Aktiengesellschaften gehörte, aber statistisch nicht im Privatvermögen erfasst ist.

2.1.1. Fonds

Zunächst wäre aufzuschlüsseln, in welcher Art die privaten Haushalte und/oder Einzelpersonen in den letzten Jahren am Aktienboom partizipierten. Hierbei ist zwischen direktem und indirektem Aktienbesitz zu unterscheiden. Letzterer meint die Fondsanlage, getrennt in Publikums- und Spezialfonds.

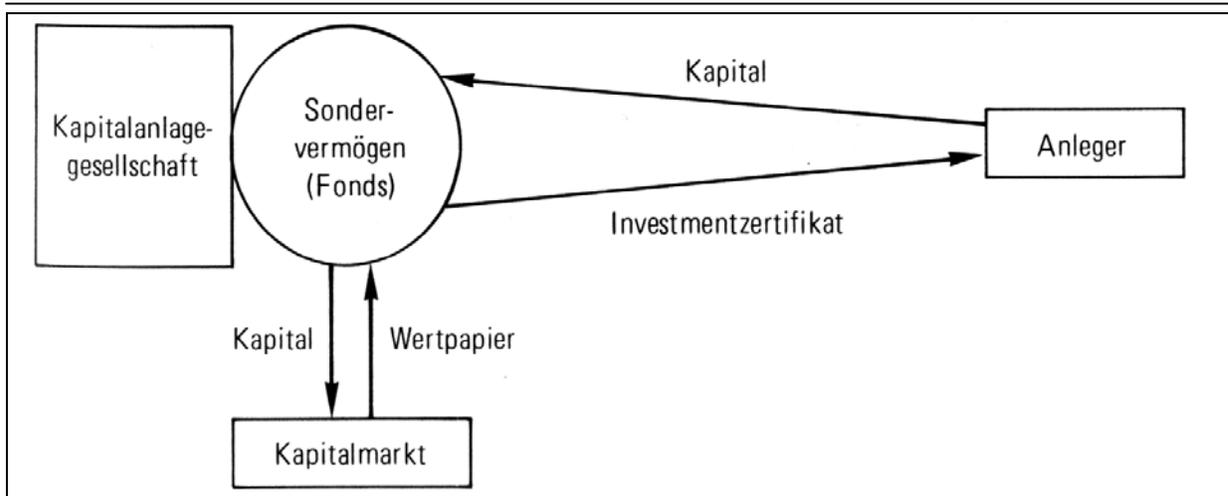


Abb. Funktionsweise der Kapitalanlagegesellschaft

Quelle: Lippe, Gerhard (1987): Das Wissen des Bankkaufmanns. Wiesbaden.

Fonds gelten als Kapitalsammelstelle für kleine Sparbeträge, deren Ordnungsprinzipien im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) festgelegt sind. Das Trennungsprinzip besagt, dass die Verwaltung und die Verwahrung des Investmentkapitals zu trennen sind. Danach kann die Kapitalanlagegesellschaft nicht selbst auf das Sondervermögen zugreifen, sie kann es nur verwalten. Eine Depotbank verwahrt das

Investmentkapital. Die Kapitalanlagegesellschaften unterliegen einer staatlichen Aufsicht (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen), um das Risiko der vom Management des Investmentfonds ausgewählten Kapitalanlagen einzuschränken. Ursprünglich war die Anlagemöglichkeit auf börsengängige Wertpapiere reduziert, zugleich wurde der prozentuale Anteil des Wertpapiers eines

Ausstellers am Investmentportfolio begrenzt. 1967 wurde das Spektrum der Anlageobjekte um Immobilien, 1987 um die Beteiligung an Sondervermögen (offene Immobilienfonds), 1994 um Geldmarkttitel und durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz 1998 um Derivate (Wertpapier-Optionsrechte, Finanzterminkontrakte, Wertpapierindex-Optionsrechte und Devisenterminkontrakte) erweitert. Der Anlegerschutz des KAGG aus dem Jahre 1957 ist also stark gelockert worden. Hinter dem Fondsprinzip steckt die Idee, den „Kleinsparer“ im kumulierten Vorgehen auf den Wertpapiermärkten die gleichen Chancen zu verschaffen wie den großen Finanzanlegern.

In Deutschland gab es laut Bundesbank (Kapitalmarktstatistik Oktober 2001) im August 2001 insgesamt 6.845 Fonds unterteilt in Publikumsfonds (1.253) und Spezialfonds (5592). Bei den Spezialfonds „(...) handelt es sich um Fonds für wenige, maximal zehn in der Regel einen einzigen Anleger, der seine liquiden Mittel über diesen Fonds platziert“ (Huffschmid 1999:90). Spezialfonds lassen sich als Einrichtungen von großen Finanzinstitutionen für große Finanzinstitutionen beschreiben. Die größten Anteilshaber bei den Spezialfonds waren dementsprechend Kreditinstitute (1.946), Versicherungsunternehmen (1.653) und Sonstige Unternehmen (1.268). Für die Publikumsfonds belief sich das Vermögen 2001 auf 291.642 Mio. Euro und für die Spezialfonds auf 496.211 Mio. Euro. Die größten Anteilshaber teilten sich die Vermögensbestände wie folgt: Kreditinstitute

(124.536 Mio. Euro), Versicherungsunternehmen (245.632 Mio. Euro) und sonstige Unternehmen (85.492 Mio. Euro).

2.1.2. Aktienbesitz

Die Zahl der direkten Aktionäre sank im 1. Halbjahr 2001 gegenüber dem Jahr 2000 auf 5,96 Millionen, während die Zahl der Besitzer von Aktienfondsanteilen auf 10,2 Millionen zunahm. Im Halbjahresdurchschnitt 2001 besaßen nach einer Umfrage im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts (DAI) 13,4 Millionen Einwohner Aktien oder Aktienanteile über Fonds, was 21 Prozent der über 14-jährigen Bevölkerung entspricht. Bei einer Bevölkerungsgröße von 82,473 Mio. Einwohnern entsprechen die angeführten 5,96 Mio. direkten Aktienbesitzer ca. 7,23% der Gesamtbevölkerung. Der indirekte Aktienbesitz schlägt noch einmal mit ca. 12,15% zu Buche. Insgesamt wird geschätzt, dass über beide Anlageformen ca. 22 bis 28 Prozent der Deutschen Aktionäre sind. Dieser Anteil sagt nichts über die tatsächliche Verteilungssituation oder die Möglichkeiten aus, im Zeitverlauf überhaupt einen signifikanten Wertpapierbesitz anzusammeln. Bestimmender Faktor ist die Höhe des Einkommens, der Besitz von einigen wenigen Aktien verteilt auf eine große Bevölkerungsgruppe dagegen sagt allein nichts über die gesamtwirtschaftliche Verteilungskonzentration aus.

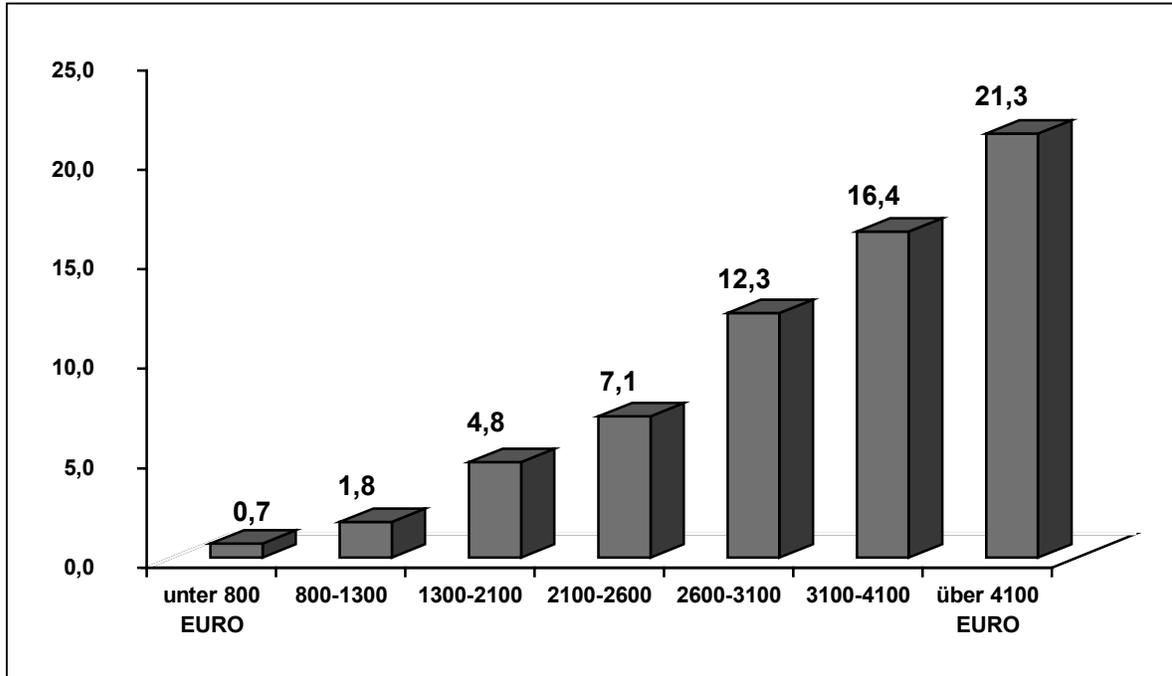


Abb. Aktionäre nach Einkommenssegment (in Prozent)

Quelle: German Wealth Report (2000) Merrill Lynch/Cap Gemini Ernst & Young

Die Streuung des Aktienbesitzes während der letzten Jahre zeigt, dass der Anteil der privaten Haushalte am direkten Aktienbesitz relativ konstant um ca. 16% geblieben ist. Die Verschiebung nach der beginnenden Kurskorrektur seit 1999, hat u.a. laut DAI und Bundesbank nicht zu einem signifikanten Rückgang des direkten Aktienbesitzes geführt, lediglich der indirekte Aktienbesitz über Fonds wuchs stärker als zuvor. Allerdings haben die Kurskorrekturen in den letzten zwei Jahren den Anstieg des Geldvermögens gebremst.

War laut Bundesbank (Monatsbericht Juni 2001) noch im Jahre 1999 der Anstieg des gesamten Geldvermögens zu gut 50% auf die Bewertungsgewinne infolge des Anstiegs der Aktienkurse zurückzuführen, nahm das Wachstum des Geldvermögens danach langsamer zu. Insgesamt betrug das Geldvermögen Ende 2000 ca. 7 Billionen DM, was praktisch dem Vorjahresniveau entsprach. Nach Abzug der Verbindlichkeiten hielten alle Haushalte ein Nettogeldvermögen von ca. 4 Billionen DM. Beide Faktoren - Vermögen und Verbindlichkeiten - fallen dabei meist in unterschiedlichen Haushalten an: Beispielsweise ist jeder dritte Haushalt in der BRD verschuldet, aber nicht jeder dritte Haushalt

besitzt überhaupt Wertpapiere oder hält einen signifikanten Anteil am Geldvermögen!

2.1.3. Konzentration

Das Geldvermögen konzentriert sich vielmehr laut Merrill Lynch/Cap Gemini Report 2000 wie folgt: 365.000 deutsche „High Net Worth Individuals“ mit jeweils mehr als 1 Mio. Euro Vermögen halten 25,7% (2 Billionen Euro). Zusätzlich halten 3.700 „Ultra High Net Worth Individuals“ mit einem Geldvermögen von jeweils mehr als 30 Millionen Euro insgesamt 612 Mrd. Euro oder 7,9% des deutschen Geldvermögens. In der Summe teilen sich damit 368.700 Personen (0,45% der Gesamtbevölkerung) 33,6% des gesamten Geldvermögens. Das überdurchschnittliche Wachstum des Geldvermögens (p.a. um 10%) dieser Gruppe ist auf den deutlichen Anstieg der Börsenkapitalisierung der Unternehmen zurückzuführen (1992: 17,6% zum BIP, 1999: 67,8% zum BIP), da sich diese Gruppe aufgrund ihrer Finanzkraft den größten Anteil an dieser Entwicklung sicherte. Der Wertzuwachs der bereits zuvor in Wertpapieren gehaltenen Anlage ihres Geldvermögens beschleunigte diese Konzentration.

Laut Statistik kontrollieren 5% der Kapitalgesellschaften mehr als 80% des Produktivvermögens (7 Billionen DM). Die Anzahl der Kapitalgesellschaften ist mit insgesamt 620.100 ausgewiesen, wobei 606.600 dieser Kategorie in der Rechtsform GmbH zugeordnet sind. Als Aktiengesellschaft, Genossenschaften etc. sind 13.500 Unternehmenseinheiten klassifiziert (Statistisches Jahrbuch 2001), wobei es im September 2001 in Deutschland 750 börsennotierte inländische Aktiengesellschaften (0,8% der gesamten Unternehmen) gab (DAI Factbook 2001). Zumeist gehört - entsprechend des Strukturzusammenhangs beim zuvor skizzierten Fondsvermögen - das Kapital der Großunternehmen überwiegend anderen Großunternehmen. Das Wertpapiervermögen (Aktien, Anleihen etc.) ist von allen Vermögensarten am ungleichmäßigsten verteilt: Bezogen auf die Haushalte besaßen laut Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) bereits 1988 die obersten 10% ungefähr 78% des gesamten Wertpapiervermögens (Becker 1999). In Verbindung mit der skizzierten Struktur und Verteilung des Aktienbesitzes ist anzunehmen, dass gegenwärtig nach wie vor 2 bis 3% der deutschen Haushalte das Aktienvermögen unter sich aufteilen und sich damit das strategische Potenzial für wirtschaftliche und politische Entscheidungen sichern. Unabhängig davon verringerte sich der direkte Aktienbesitz zwischen 1980 und 1998 für die Gesamtheit der Privathaushalte von 21% auf die genannten 15% mit der skizzierten Verteilungskonzentration auf wenige Haushalte bzw. Personen. Auch in ihrer Gesamtheit (gebündelt in Fonds) sind die Beschäftigten nicht in der Lage, signifikanten Einfluss auf die reale Akkumulation oder die Unternehmensstruktur zu nehmen. Zwar verschob sich der Aktienbesitz in den letzten Jahren gerade zu Gunsten des indirekten, über Fonds gehaltenen Anteils von 1980 bis 1998 von 27,5% auf über 50%, die Aktienbesitzer übertragen aber gleichzeitig das Stimmrecht den institutionellen Anlegern.

Die Zahlen zeigen, dass die primäre Verteilungsstruktur zu Gunsten von Gewinnen/Vermögen, die in der Produktion festgelegt ist, und die Konzentration des Geld- und Produktivvermögens nicht nachträglich durch den Besitz von Wertpapieren und eine unterstellte egalisierende Funktionsweise des Finanzmarktes ausgeglichen wird oder ausgeglichen werden kann.

2.2. USA

Man könnte versucht sein, die skizzierten Konzentrationsprozesse auf die Mängel des deutschen Kapitalmarktes zurück zu führen. Vermutet werden könnte, dass die Aktienkultur zu wenig ausgeprägt sei. Und eine breitere Streuung wäre durch die Förderung der Anlagemöglichkeiten in Wertpapieren und den Ausbau eines deutschen/europäischen Finanzmarktes möglich, um dann die Verteilungssituation auf lange Sicht zu korrigieren. Die öffentliche und politische Diskussion beruft sich bei dieser Argumentation zumeist auf die Entwicklung des nordamerikanischen Finanzmarktes. Hier besäßen wesentlich mehr Haushalte Aktien (ca. 45%), und der jüngste Börsenboom hätte die Vermögenssituation aller Haushalte signifikant verbessert. Fast durchgängig wurden mit dem letztgenannten Faktor die hohen Konsumausgaben der amerikanischen Haushalte erklärt, ein zentraler Pfeiler des ökonomischen Wachstums in den 90er Jahren. Die amerikanische Börsen- und Wertpapierkultur gilt somit als Leitbild für den deutschen Markt und seine Anleger. Anders als erträumt kann dieses Bild durchaus zutreffen.

2.2.1. Finanzmarkt, Fonds und Unternehmenskontrolle

Das klassische Eigentumsmuster - Einzelperson oder Familien - wurde in den USA sehr früh sukzessive durch eine auf Management- und Aufsichtsratsebene basierende Eigentümerstruktur umgebaut, was u.a. den Sharholder-Value Ansatz begünstigte. Der amerikanische Finanzmarkt spielte bei der kapitalmarktbasieren Unternehmenssteuerung und den Veränderungen in der Eigentumskontrolle eine zentrale Rolle, da über die Börse immer mehr Unternehmen handelbare Aktien ausgaben. Wo ein Verkäufer war, traten bald auch finanzkräftige Käufer auf. Natürlich gibt es nach wie vor kapitalstarke Einzelaktionäre und Kleingruppen. Ausschlaggebend werden aber immer mehr die Fonds. Die Bedeutung dieser institutionellen Anleger (Investment- und Pensionsfonds) steigt seit Ende der 70er Jahre kontinuierlich. Hielten diese 1956 nur ca. 15% des Aktienkapitals, waren es 1976 schon über 40% und 1996 knapp 60%. Dabei verwalten die Pensionsfonds die größten Anteile am Investitionsvermögen. Formal halten die einzelnen institutionellen Anleger immer nur relativ kleine Beteiligungen an den jeweiligen Unternehmen, was mit dem Stichwort fragmentierte Beteiligungsstruktur bezeichnet wird. Denn laut US-Gesetzen sind die Anteile, die Unternehmen des Finanzsektors an Unternehmen

des Nicht-Finanzsektors halten dürfen, auf 5% des Aktienkapitals begrenzt. Um den Einfluss auf die Unternehmen trotzdem zu erhöhen, wird diese Vorschrift durch strategische Allianzen zwischen Großanlegern umgangen, die ein einheitliches Vorgehen gegenüber dem Unternehmen vereinbarten. Gerade die Großanleger erhöhten dadurch permanent ihren Einfluss auf die Unternehmensvorstände und damit auf die Management- und Organisationsstrukturen.

Die Erfahrungen aus der Weltwirtschaftskrise und den immer wieder auftretenden Zusammenbrüchen von Bankhäusern in diesem Jahrhundert führten zu den härteren gesetzlichen Regelungen. Ergebnis des Börsencrashes von 1929 und der damaligen Dominanz der Universalbank JP Morgan&Co. sind der 1933 erlassene *Glass/Steagall-Act* und der 1956 verabschiedete *Bank Holding Company Act*, mit denen die einzelnen Finanzsegmente der Banken streng auseinander gehalten wurden. Es war den amerikanischen Banken schlicht verboten in sämtlichen Geschäftsfeldern tätig zu sein, und eine Machtkonzentration sowie die Etablierung eines Universalbankensystems wurde verhindert. Viel wichtiger war dabei aber, dass das Risiko für den „Kleinsparer“ minimiert wurde, bei einer Spekulation der Bank durch den Bankrott auch seine Ersparnisse zu verlieren. Gerade diese Gesetze zwangen dazu, spezielle Investmentbanken zu gründen, die heute auf nationaler und internationaler Ebene den Ton angeben. Sie wurden nicht durch allgemein übliche Geschäftstätigkeiten (Sparguthaben, Hypothekenfinanzierung, Girokontenführung etc.) behindert, sondern konnten sich ganz der Unternehmensfinanzierung zuwenden. Mit der Aufhebung des *Glass/Steagall-Acts* und des *Bank Holding Company Acts* durch ein neues Regelwerk, dem *Financial Modernization Act*, ändern sich die Geschäftsbedingungen der Banken grundsätzlich.

Die Fusionswelle der 80er Jahre, die durch eine hohe Zahl von „feindlichen Übernahmen“ geprägt war, ordnete den Markt für Unternehmenskontrolle

durch die Aktionäre neu. Der Aktienbesitz konzentrierte sich in den Händen der institutionellen Anleger, da der Streubesitz von Aktien (kleine Pakete) die „feindlichen Übernahmen“ erst möglich werden ließ und diese rigoros aufgekauft wurden. Zugleich erhöhte sich in dieser Zeit der Druck auf einzelne Unternehmen, hohe Renditen und Aktienwerte zu schaffen, um feindlichen Übernahmen auszuweichen. Ziel war es, die Kosten für den Ankauf von Aktienpaketen zu erhöhen und so die Übernahme zu verhindern. Gleichzeitig erhöhte sich damit die Attraktivität des Unternehmens für Großanleger, die frisches Geld ins Unternehmen brachten. Dies wiederum wurde zum Kauf von Aktienpaketen genutzt, um seinerseits Unternehmen aufzukaufen.

In diesem Zeitraum bildete sich die interne und externe Vermarktlichung der Unternehmensabläufe erst richtig heraus. Als externe Vermarktlichung gilt, dass auf einem fiktiven Markt, also die Börse, Unternehmen bzw. Anteile wie eine Ware ge- und verkauft werden. Die Preise pendeln sich in einem Wechselspiel zwischen zukünftigen Renditeerwartungen der Anleger und Einschätzungen über die damit verbundenen Unternehmensstrategien ein. Auf diesem fiktiven Markt spielen einerseits Einschätzungen und Meinungen eine herausragende Rolle, die zur Aufwertung der Stellung von Investmentbanken und ihren Ratingagenturen, wie Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Standard&Poors, Moodys, Price Waterhouse und anderen, führte. Sie sind die bestimmenden Akteure des Marktes für Unternehmenskontrolle. Zum anderen funktioniert diese Art der Reorganisation nur durch stark vernetzte Strukturen zwischen einer sehr begrenzten Anzahl von Akteuren (institutionelle Anleger und Unternehmen). Und es entstand ein unübersehbares Machtungleichgewicht auf dem Aktien- und Investmentmarkt zu Gunsten der institutionellen Anleger (Christen 1999), das wiederum die Kapitalmarktinflation und die hierauf basierende exorbitante Kursentwicklung in den 90er Jahren begünstigte.

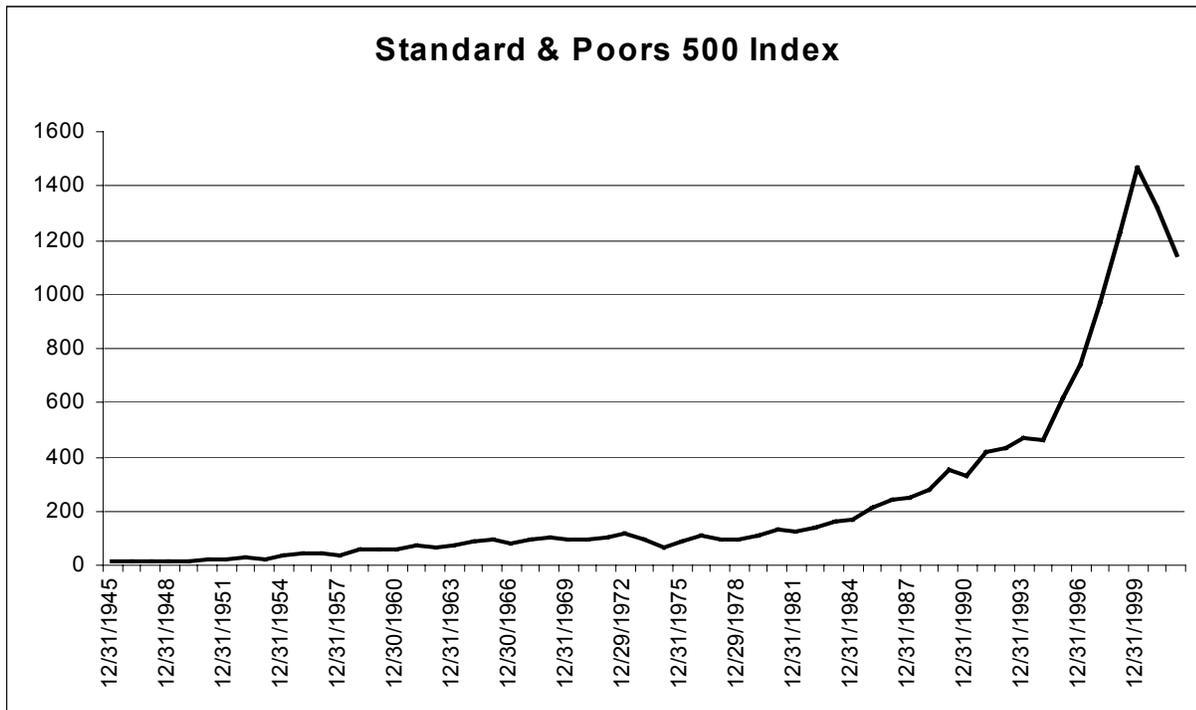


Abb. Standard & Poors 500

Quelle: Federal Reserve Bank Washington(Globalfindata.com)

2.2.2. Wohlstandskonzentration über Wertpapierbesitz

Neben der Konzentration auf institutionelle Anleger ist zunächst festzuhalten, dass der Wohlstand in den amerikanischen Privathaushalten aus den Wertzuwächsen bereits gehaltener Vermögenstitel zwischen 1962-1989 um 70-75% anstieg. Das Wachstum aus Neuanlagen betrug „nur“ 20-25% (Wolf 1994). Dieser Trend hat sich seit 1989 nicht umgekehrt. Von 1983-92 wurden 57% des Wertzuwachses durch Finanzanlagen an die reichsten Haushalte (1% der Gesamthaushalte), 39% an die mittleren Haushalte (19% der Gesamthaushalte) und nur 4% an die restlichen 80% der Haushalte ausgeschüttet (Wolf 1996). Zwischen 1983 und 1998 verzeichneten die obersten 20% der Haushalte, speziell die obersten 1%, die höchsten Vermögenszuwächse. In diesem Zeitraum vereinigte diese Gruppe 53% des Wachstums des gesamten Reinvermögens (net worth), 56% des Zuwachses des Finanzvermögens und 47% des gesamten Einkommenswachstums auf sich. Für die obersten 20% der Haushalte lauten die Zahlen: 91%, 89% und 88% (Wolf 2000).

Untersucht man die Struktur des Wertpapierbesitzes, erhält man ein weiteres Indiz für die konzentrierte Vermögensverteilung: 1998 besaßen die reichsten Haushalte (1% der Gesamthaushalte mit ca. 2 Millionen Personen) 42% der Aktien und 56% der Anleihen. Die oberen 10% der Haushalte hielten trotz breiterer Streuung der Wertpapiere in Relation zu Deutschland insgesamt 90% aller Aktien, Anleihen, Rentenpapiere etc. (Kennickel/Woodburn 1997. Wolf 2000). Klassifiziert man diese Haushalte nach „ethnischer“ Zugehörigkeit, so zeigt sich die weiße Übermacht: Nur 6% aller afroamerikanischen und lateinamerikanischen Haushalte besitzen überhaupt Wertpapiere. Alle genannten Zahlen basieren auf dem Nettowert der Aktien/Anleihen zum jeweiligen Untersuchungszeitraum. Nimmt man lediglich den Wertpapierbesitz als Untersuchungsgröße, so zeigte sich 1992 eine deutliche Verteilungsstruktur: zu diesem Zeitpunkt hielten 0,5% der Wertpapierbesitzer 58,6% aller im Umlauf befindlichen Wertpapiere. Die nächsten 0,5% der Besitzer halten 11,7% und weitere 4% der Wertpapierbesitzer halten noch einmal 24,2% der gesamten Wertpapiere. D.h., dass 5% der amerikanischen Wertpapierbesitzer 94,5% aller in

Umlauf befindlichen Wertpapiere besaßen (Poterba/Samwick 1995).

Trotz der Wertpapierrally in den 90er Jahren relativierte sich die skizzierte Ungleichverteilung nicht. Veränderung im Aktienbesitz bzw. in der Streuung von Fondsanteilen sind letztlich aus den Einzahlungen für die Alterssicherung zu erklären, die im Gegensatz zu Ländern mit ausgebauten kollektiven Sicherungssystemen wesentlich stärker mittels privater Vorsorge über Pensions- und Investmentfonds durch die Beschäftigten selbst getätigt wird. In dieser Hinsicht sind sämtliche Zahlen bezüglich des Aktienbesitzes der amerikanischen Haushalte zu interpretieren. Denn „(d)ie Angebotspalette der meisten 401 (k)-Pläne legt das Schwergewicht auf Aktien. Auf diese Weise hat das private Alterssicherungssystem das Publikumsinteresse einseitig auf die Börse verlagert. Der typische 401(k) Pensionsplan enthält einen Aktienfonds, einen Mischfond (in der Regel 60% Aktien und 40% Rentenpapiere), Anteile am Unternehmen (der Arbeitnehmer legt sein Geld beim Arbeitgeber an) und vielleicht noch einige Spezialfonds wie Wachstumsfonds, Rentenfonds und Geldmarktfonds“ (Shiller 2000:51). Angesichts der Basis der amerikanischen Alterssicherung verwundert es somit nicht, dass die Ersparnisse der Beschäftigten überproportional in „Aktien“ fließen.

Trotz der damit immer wieder unterstellten verbesserten sozialen Situation hat sich die zu Beginn geäußerte Hoffnung nicht erfüllt. Die Vermögenskonzentration stieg massiv, dies hat auch der „breite Besitz“ von Wertpapieren nicht verhindert (Kennickel 2000). Trotz eines Anteils von ca. 45% der amerikanischen Haushalte, die Wertpapiere besitzen und ihre Alterssicherung über die privaten 401 (k)-Pläne finanzieren, ist der Besitz von Wertpapieren hoch konzentriert. So liegt der durchschnittliche Vermögenswert der Papiere privater Haushalte nur bei 14.000 US\$ (Baker/Weisbrot 1998:88f). Stellt man in Relation, dass die amerikanischen Haushalte durchschnittlich mit ca. 12.000 US\$ verschuldet sind, so relativiert sich der immer wieder unterstellte Wohlstandszuwachs der Haushalte durch die Partizipation am jüngsten Börsenboom deutlich.

Die Geschichte vom sozialen Aufstieg als Massenphänomen gehört zum Standardrepertoire der Eigenbeschreibung des Kapitalismus. Den USA wird in diesen Erzählungen immer eine besondere Rolle zugeschrieben. Anhand des breiten Wertpapierbesitzes werden die Partizipation der Masse an der Reichtumsmehrung über die Börse und eine

demokratischere Teilhabe an den ökonomischen Entscheidungen unterstellt. Diese Vorstellungen sind klar ins Reich der Mythen zu verweisen. Es ist eindeutig belegt, dass die Konzentration des Wohlstandes für kleine Gruppen zunimmt und der Reichtum in hohem Maß aus dem bereits angehäuften Reichtum der vorangegangenen Generationen erwächst. Ca. 5% der Privathaushalte besitzen ca. 95% aller im Umlauf befindlichen Wertpapiere, dieses Verhältnis ist über die Jahrzehnte relativ robust gewesen. Damit nahm seit den 70er Jahren nicht nur die Vermögenskonzentration hinsichtlich einer Umverteilung der Löhne zu den Gewinnen massiv zu (Galbraith 2000). Auch die Rückflüsse aus angelegten Geldern sowie vererbtem Besitz überstiegen bei weitem die minimalen Rückflüsse aus Wertpapieren für Haushalte der Beschäftigten und verschärfte so die Umverteilung von unten nach oben. Alle Personen, die nur über geringe bis mittlere Einkommen verfügen, gehören in der Masse nicht zu den Gewinnern der Dynamik an den Finanzmärkten während der letzten Jahre.

Zusammengefasst zeigen die Daten, dass $\frac{3}{4}$ aller Wohlstandszuwächse der Haushalte aus den in der Vergangenheit kumulierten und vererbten Ansprüchen aus Privatvermögen resultieren (Gale/Scholz 1994). Die strukturell bestimmte Primär- und Sekundärverteilung der Vergangenheit sowie die Verschiebungen zwischen Profiten und Löhnen sind auch in den USA ausschlaggebend für die wachsende Ungleichverteilung. Natürlich partizipierten die Mittelschicht und die abhängig Beschäftigten von den Wohlstandszuwächsen der letzten Jahre, denn auch sie halten Wertpapiere in der einen oder anderen Form. Daraus jedoch einen Rückschluss auf die reale Verteilungssituation zu ziehen oder die Finanzmärkte als egalitäre Einrichtung zu betrachten, ist falsch. Wenn der Kuchen wächst, so wachsen auch die Krümel, die abfallen. Mit den Funktionszusammenhängen der Finanzmärkte hat das nichts zu tun. Im Gegenteil. Sie verschärfen das Verteilungsproblem. Die egalitäre Streuung des Vermögens ist eben kein Ziel des Finanzmarktes. Hier sind die gleichen Machtmechanismen und ökonomischen Gesetzmäßigkeiten gültig wie im Kapitalismus sonst auch.

3. Langfristige Strukturveränderungen auf den Finanzmärkten

Die in den letzten Jahrzehnten zu beobachtende dynamische Entwicklung der Finanzmärkte und der Verteilungssituation haben sich vor dem

Hintergrund spezieller historischer Strukturen des wachsenden Geldvermögens und der Anlage des Geldes in Wertpapieren ergeben. Nach dem großen Börsenkrach 1929 und den folgenden Weltkriegen mussten sich die Finanzmärkte zunächst einmal erholen. Die Skepsis der breiten Bevölkerung, ihre Spargelder in Wertpapier anzulegen, waren einerseits durch die Entwertungen und andererseits durch das mangelnde Einkommen begründet. Zudem wurden in fast allen Nationen kollektive soziale Sicherungssysteme eingeführt bzw. ausgebaut, die eine private Vorsorge über die Geldanlage weniger notwendig erscheinen ließ. Mit dem Auslaufen der Nachkriegskonjunktur Mitte der 70er Jahre und dem wirtschafts- und sozialpolitischen neoliberalen Rollback, wurden diese Systeme zunächst scharf kritisiert und sukzessive abgebaut oder zumindest nicht weiter ausgebaut. Die gleichzeitig stattfindende Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte und die Privatisierungspolitik trugen dazu bei, dass finanzmarktbasiertere Finanzierungssysteme gestärkt und Börsen ins Zentrum der Verteilung der Kapitalströme gerückt wurden. Aus den ständig steigenden Zuflüssen wird die immanente Kapitalmarktinflation gespeist. Denn auf den Finanzmärkten geht es weder um die gleichgewichtige Verteilung von Sparmitteln zur Kreditnachfrage noch um Investitionsfinanzierung über die Neuemission von Aktien/Anleihen auf dem Primärmarkt, sondern um die ständige Neubewertung von Verbindlichkeiten und Forderungen über die Sekundärmärkte (Toporowski 2000). Dieser Prozess bedarf jedoch eines ständig steigenden Zuflusses an neuen liquiden Mitteln, sonst „reißen“ die Kredit- und Finanzierungsnetze. Anders ausgedrückt, die Spekulationsblase platzt, wie nach dem Ende des „Internet- und New Economy Hypes“ oder wie zu Beginn der 90er Jahre in Japan nach dem Ende der Immobilieninflation, was bis heute zu Liquiditätsproblemen führt und ein zentraler Grund der seit Jahren andauernden makroökonomischen Krise ist.

Neben diesen negativen gesamtwirtschaftlichen Effekten durch die Korrekturen werden seitens der größten Investmenthäuser (Merrill Lynch 2000, Goldman Sachs 2001) zukünftige Veränderungen im Mittelzufluss prognostiziert, deren Auswirkungen die einfache Fortschreibung der vergangenen Finanzmarktentwicklung ohnehin verbietet. Unabhängig von den systemischen Risiken deregulierter Finanzmärkte resultieren aus der möglichen Umkehr der Finanzströme massive, langfristige Kurskorrekturen und Strukturbrüche. Die Umkehr der Finanzströme würde dann

eintreten, wenn die geburtenstarken Jahrgänge der 50er und 60er Jahre für ihre Pensionsfinanzierung auf liquide Mittel angewiesen sind. Zu diesem Zweck werden sie die bisher akkumulierten direkten (Wertpapiere) und indirekten (Fonds) Vermögenswerte auf den Markt bringen müssen und verkaufen. Noch bis 2010 wird sich die demographische Entwicklung und die weitere Zerschlagung der umlagefinanzierten Sicherungssysteme zu Gunsten kapitalgedeckter Systeme aller Voraussicht nach positiv auf die Zuflusshöhe auf den Kapitalmärkten auswirken, da bis dahin die geburtenstarken Jahrgänge in den Industrieländern freiwillig und gezwungenermaßen in ihre private Alterssicherung einzahlen und die Ersparnisbildung sich verändert. Die hieraus finanzierte Anlagestruktur wird sich voraussichtlich ähnlich wie in den 90er Jahre fortsetzen: moderat steigender direkter Wertpapierbesitz und stärker steigender indirekter Wertpapierbesitz über Fonds. Der größte Zuwachs des Kapitalstocks wird dabei in Europa erwartet, da hier die Zerschlagung der kollektiven Umlagesysteme der sozialen Sicherung am Anfang steht und Umschichtungen des Geldvermögens zu erwarten sind.

Ab dem Jahr 2010 wird das demographische Problem jedoch auf alle privaten Sicherungsmodelle und kapitalmarktbasiertere Anlageformen durchschlagen. Denn das als Kernproblem kollektiver Sicherungssysteme identifizierte Verteilungsproblem zwischen den sinkenden Anteilen der jungen Beschäftigten zur steigenden Zahl der Nicht-Mehr-Beschäftigten betrifft natürlich auch jedes kapitalmarktbasiertere Modell (Christen 2001). Zu diesem Zeitpunkt wird mit stagnierenden Zuflüssen auf den Kapitalmärkten gerechnet. In manchen Ländern, in denen der effektive Eintritt in die Pension bei 60 Jahren liegt, wird dieser Effekt bereits 5 Jahre früher erwartet. Von 2020-2025 wird sich der Nettostrom schließlich umkehren und negativ werden. D.h., die Fonds etc. werden gezwungen sein, ihre Wertpapiere zu verkaufen, um die kumulierten Ansprüche ihrer Pensionäre zu befriedigen, oder sie müssen die Ansprüche reduzieren und den Auszahlungszeitraum verkürzen. Unabhängig davon ist eine starke Reaktion auf den Finanzmärkten zu erwarten, die mit massiven Kurskorrekturen auf das zusätzliche Angebot von Wertpapieren bei sinkender Nachfrage reagieren dürften.

Vor diesem Hintergrund ist eine einfache Fortschreibung der bisherigen Entwicklung auf den Finanzmärkten unmöglich. In welcher Art und

Weise diese Kurskorrektur abgefangen werden könnte bzw. inwieweit sie auf die Vermögenssituation der einzelnen Haushalte in verschiedenen Ländern durchschlägt, ist nur annähernd zu prognostizieren. Fest steht allerdings so viel: Der wirkliche Realitätstest für die Haltbarkeit einer Gesellschaft der Wertpapierbesitzer und ihr vermeintliches „neues Akkumulationsmodell“ steht erst noch bevor, zumal sich die Verteilungsfrage unter den gegebenen Bedingungen noch verschärfen wird.

4. Resümee

Der Weg in die bis vor kurzem noch euphorisch prognostizierte „Aktionärs-gesellschaft“ geht einher mit einer deutlichen Konzentration des Wertpapier- und Geldvermögens. Eine signifikante Umverteilung ist über diesen Weg kaum möglich. Schuld daran ist nicht primär eine besondere Struktur des deutschen Finanzmarktes. Die amerikanischen Erfahrungen zeigen, dass die Konzentration des Vermögens ein strukturelles Merkmal des Finanzmarktes ist und eine breitere Streuung des Geld- und Produktivvermögens über die Börsen mit einer sich verschärfenden Einkommensungleichheit korrespondiert. Darüber hinaus vernachlässigen die bisherigen tonangebenden Diskussionen die systemischen Risiken der Finanzmärkte und den möglichen Strukturbruch, beginnend mit der Stagnation der Netto-Zuflüsse und einer Umkehr der Finanzströme ab dem Jahr 2010. Jeder Ansatz, der verspricht, die Verteilungsfrage über eine Streuung von Wertpapierbesitz zu entschärfen, müsste davor bestehen. Die einfache Fortschreibung der vergangenen Entwicklung am Kapitalmarkt ist jedenfalls nicht möglich.

Neben der ungelösten Verteilungsfrage existiert auch keine indirekte Erweiterung der politischen oder ökonomischen Macht der Beschäftigten mittels direktem oder indirektem Besitz von Wertpapieren (Henwood 1999). Die Summen, die der Einzelne von seinem Lohn aufbringen kann, sind viel zu gering und werden auf absehbare Zeit niedrig bleiben. Zumal sich über die stärkere Orientierung auf die Finanzmärkte immer die Relation zwischen Profiten und Löhnen zu Lasten der Beschäftigten verschiebt, um u.a. die Ansprüche der Aktionäre zu befriedigen. Was auf der einen Seite (Löhne) verloren geht, kann in der Regel nicht durch den Aktienbesitz kompensiert werden. Der Aktienbesitz, ob individuell oder in Fonds, eröffnet nur den potentiellen Zugriff auf zukünftige Gewinne (Dividende) ohne Garantie, dass diese Erwartungen jemals finanziell zu

realisieren sind. Im Kontext von Mitarbeiterbeteiligungen, Optionsmodellen oder der kapitalgedeckten Alterssicherung ist der Verzicht auf Lohnzuwächse heute, aus denen morgen Zahlungen resultieren sollen, letztlich nur die Übertragung von Lohnbestandteile (deferred wages) in eine ungewisse Zukunft, die im Prozess der Akkumulation ausnahmslos durch die Beschäftigten selbst zu erarbeiten sind (Fine 2000).

Christian Christen ist Dipl. Sozialökonom/Dipl. Volkswirt. Arbeits- und Forschungsschwerpunkte: Internationale Wirtschaftsprobleme, Grundlagen der Wirtschaftstheorie und -politik.

Literaturverzeichnis

- Abel, Andrew A. (2001): Will Bequests Attenuate the Predicted meltdown in Stock Prices When Baby Boomers Retire? *NBER Working Paper No. W8131*. New York.
- Ders. (2001): An Exploration of the Effects of Pessimism and Doubt on Asset Returns. *NBER Working Paper No. W8132*. New York.
- Aglietta, Michel (2000): Ein neues Akkumulationsregime - Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand. Hamburg.
- Christen, Christian (2000): Shareholder Value - Zum Zusammenhang von Managementkonzept, Kapitalmarkt und ökonomischer Krise. Download: www.labournet.de.
- Ders. (2001): Privatisierung der Alterssicherung - Gefährliche Illusion über den Reichtum für alle. Download: www.attac-netzwerk.de.
- Deutsches Aktieninstitut (2001): DAI-Factbook 2001 - Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen. Frankfurt a.M.
- Baker, Dean/Weisbrot, Mark (1998): Social Security - The Phony Crisis. Chicago.
- Becker, Irene (1999): Zur Verteilungswirkung in den 80er und 90er Jahren - Gibt es Anzeichen einer Polarisierung in der Bundesrepublik Deutschland? Teil 2: Zum Ausmaß der Vermögenskonzentration. In: WSI-Mitteilungen, 5/1999, S.331-338.
- Fine, Ben (2000): ESOP's fable: golden egg or sour grapes? In: Toporowski, Jan (Hg.): Political Economy and the New Capitalism - Essays in honour of Sam Aaronovitch. London.
- Galbraith, James K. (2000): Created Unequal - The Crises in American Pay. Chicago.
- Gale, W.G./Scholz, J.K. (1994): Intergenerational Transfers and the Accumulation of Wealth; *Journal of Economic Perspectives*, No.8, S. 145-160.
- Goldman Sachs (2001): Global Aging - Capital Market Implications. Chicago.

Henwood, Doug (1999): Wall Street – How it works and for whom. London.

Huffschnid, Jörg (1998): Politische Ökonomie der Finanzmärkte. Hamburg.

Kennickell, Arthur B./Woodburn, Louise R. (1997): Consistent Weight Design for the 1989, 1992 and 1995 Survey of Consumer Finances, and the Distribution of Wealth. Unpublished technical paper, Federal Reserve Board, June.

Kennickell, Arthur B. (2000): An Examination of Changes in the Distribution of Wealth From 1989 to 1998 – Evidence from the Survey of Consumer Finances. In: Jerome Levy Economics Institut. Working Paper 307. Bard College/USA.

Merrill Lynch (2000): Demographics and the Funded Pension System - Ageing Populations, Mature Pension Funds and Negative Cash Flow. London.

Mynski, Hyman P. (1982): Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance. Armonk, New York.

Ders. (1990): John Maynard Keynes - Finanzierungsprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus. Marburg.

Poterba, James M./Samwick, Andrew A. (1995): Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption; Brooking Papers on Economic Activity 2, S. 295-372.

Toporowski, Jan (2000): The End of Finance – Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism. London.

Wolff, Edward (1994): Trends in Household Wealth in the United States, 1962-83 and 1983-89. In: Review of Income and Wealth. Series 40, No. 2 (June). S. 143-174.

Ders. (1996): Top Heavy: A Study of Increasing Inequality of Wealth in America. New York.

Ders. (2000): Recent Trends in Wealth Ownership, 1983-1998. In: Jerome Levy Economics Institute. Working Paper 300. Bard College/USA.