

verwendeten Differenzierungsversuche gliedert die Arbeiten zu Finanzialisierung in drei Stränge (French et al. 2011). Der zeitlich älteste Strang setzt auf der makroökonomischen Ebene des Nationalstaats und der Veränderungen desselben an. Der zweite Strang setzt auf einzelwirtschaftlicher Ebene der Unternehmen an und analysiert insb. die Konsequenzen des „Shareholder-Value“-Paradigmas. Schließlich nimmt der dritte und jüngste Strang insb. aus soziologischer und kulturwissenschaftlicher Perspektive die privaten Haushalte und ihre Verhaltensänderungen (Alterssicherung, Immobilienmarkt) in den Blick. Im vorliegenden Kapitel wird unter „Finanzialisierung“ – zusammenfassend – ein Phänomen verstanden, welches beschreibt, dass FinanzinvestorInnen (und damit die Logik der Finanzmärkte) sich an Unternehmen beteiligen, jedoch aber entgegen dem Funktionieren von mittel- bis langfristig orientierten Geschäftsmodellen eine kurzfristige Maximierung des „Shareholder-Value“ (als kurzfristige „Logik“ der Finanzmärkte bezeichnet) anstreben. Welche Konsequenzen dies zeitigt, wird im Folgenden erörtert.

6.2 Varianten der Finanzialisierung in der Wasserver- und Abwasserentsorgung

6.2.1 Der Musterfall: England

Die Entwicklung der großen **neun englischen Wasserkonzerne** seit Anfang der 2000er Jahre stellt ein **idealtypisches Beispiel für die Untersuchung der Finanzialisierung auf Unternehmensebene** dar, die mit der Vorstellung der „Shareholder-Value“-Doktrin einhergehen.

Nachdem die Privatisierung in der ersten Phase eine sehr fragmentierte und – ideologisch gewünschte – „Shareholder“-Demokratie¹⁴ hervorbrachte, änderte sich dies sehr rasch als die englische Regierung ihre strategische „Golden Share“ 1994 aufgab (Helm und Tindall 2009). Die englischen Wasserversorger waren aufgrund ihrer Finanzkennzahlen (hohe Liquidität, kaum verschuldet mit hohen und sicheren Umsätzen) attraktive Übernahmeziele, insb. für europäische und US-amerikanische Infrastrukturkonzerne. Mit deren Einstieg ging auch ein Konzentrationsprozess auf Seiten der AnteilseignerInnen einher.

Ende der 1990er Jahre begannen sich die Ertragsaussichten der neuen EigentümerInnen durch den politischen Machtwechsel (New Labour) und in dem Zusammenhang das stärkere regulatorische Durchgreifen des Regulators OFWAT zu verschlechtern (Schiffler 2015). Zudem stellte sich heraus, dass die Erwartungen, die sich die (Energie-)Konzerne in Bezug auf das neue Geschäftsfeld gemacht hatten, zu hoch gegriffen waren (Hall et al. 2013). Dies führte dazu, dass in den 2000er Jahren eine zweite wesentliche Verschiebung bei den AnteilseignerInnen von den Infrastrukturkonzernen zu FinanzinvestorInnen stattfand (Bakker 2003b). Mit deren Auftauchen veränderten sich die **Geschäftsmodelle** und Praktiken ein weiteres Mal und verschoben sich in **Richtung Finanzialisierung**.

Seither sind die meisten der neun englischen Wasserunternehmen im wesentlichen von FinanzinvestorInnen kontrolliert. Von den ursprünglich über die Börse privatisierten Unternehmen sind aktuell nur mehr drei an der Börse (London Stock Exchange) gelistet – diese sind Severn Trent Water,

¹⁴ Aus den Memoiren von Margret Thatcher: „Privatization (...) was fundamental to improving Britain’s economic performance. But for me it was also far more than that: it was one of the central means of reversing the corrosive and corrupting effects of socialism ... Just as nationalization was at the heart of the collectivist programme by which Labour Governments sought to remodel British society, so privatization is at the centre of any programme of reclaiming territory for freedom“ (Thatcher 1993: 676).

South West Water und United Utilities. Sie sind weitgehend von FinanzinvestorInnen kontrolliert. Zwei weitere Unternehmen (Wessex Water und Northumbria) gehören zu asiatischen Infrastrukturkonzernen, während die verbleibenden vier Unternehmen jeweils im Eigentum einer Zweckgesellschaft ("Special Purpose Vehicle") stehen. Letztere sind von FinanzinvestorInnen gegründet worden und drei von vier sind auf einem „Offshore“-Finanzplatz registriert.

Eine Analyse der Jahresbilanzen dieser Unternehmen offenbart einige wesentliche Aspekte von finanzierten Geschäftsmodellen (**Tabelle 17**). V.a. zeigt sich, wie der Grundsatz „**retain & invest**“ (Lazonick und O’Sullivan 2000), der für Infrastrukturunternehmen nochmals zentraler ist als für anderen Unternehmen (d.h. kontinuierliche Reinvestition von erzielten Gewinnen zur langfristigen Aufrechterhaltung der Infrastrukturen), systematisch missachtet wird. **Konkret wurden im Zeitraum 2007 bis 2016 von den 18,9 Mrd. Pfund an Gewinnen (nach Steuern) mehr als 96% (18,1 Mrd. Pfund) an Dividenden ausgeschüttet.** Anstatt diese Gewinne auszuschütten, hätte man sie einer alternativen Verwendung zuführen können – etwa indem man sie in Infrastruktur reinvestiert, die Verschuldung zurückschraubt, Preise für KonsumentInnen senkt oder die Entlohnung der Beschäftigten erhöht. Interessant ist auch, dass drei Unternehmen (Anglian Water, Severn Trent Water und Yorkshire Water) sogar mehr ausgeschüttet haben, als sie an Gewinnen erwirtschaftet haben (siehe **Tabelle 17**).

Unternehmen	Gewinn (Vor Steuer)	Steuer	Gewinn (Nach Steuer)	Dividenden	Einbehaltene Gewinne	Netto Finan- zierungskosten
Anglian Water	3.019	-12	3.007	3.709	-702	-1.388
Northumbrian Water	2.173	-326	1.848	1.808	40	-1.133
Severn Trent Water	2.434	-177	2.206	2.442	-236	-2.125
South West Water	1.385	-195	1.190	1.014	176	-627
Southern Water	1.360	-171	1.060	667	394	-1.629
Thames Water	3.361	-195	3.166	2.531	634	-3.006
United Utilities Group	4.244	-439	3.805	2.663	1.142	-2.053
Wessex Water	1.421	-232	1.190	1.118	72	-741
Yorkshire Water	1.310	81	1.391	2.179	-787	-1.947
Total	20.707	-1.666	18.862	18.129	733	-14.650

Tabelle 17: Ausgewählte Kennzahlen englischer Wasserver- und Abwasserentsorger (kumuliert, 2007–2016)

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Bayliss und Hall (2017).

Nachdem der überwiegende Anteil der erwirtschafteten Gewinne an die AktionärInnen ausgeschüttet wurde, bleibt für die **Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen** nur die weitere **Schuldaufnahme**. In der Tat wurden Investitionen nicht durch die EigentümerInnen oder durch einbehaltenen bzw. reinvestierte Gewinne finanziert, sondern durch private Fremdfinanzierung. In diesem Zusammenhang hat sich der Verschuldungsgrad seit der Privatisierung 1989 (als die Unternehmen komplett entschuldet wurden und somit schuldenfrei waren) stark erhöht.

Vor diesem Hintergrund überrascht die **große Bedeutung der Finanzierungskosten**, wie sie in **Tabelle 17** gezeigt werden, wenig. Sie zeigt, dass die neun englischen Versorger rund 14,6 Milliarden Pfund an Finanzierungskosten über den Zehnjahreszeitraum ausgegeben haben – oder 1,5 Mrd. jährlich. Wie bereits im Zusammenhang mit PPPs (öffentlich-private Partnerschaften) erläutert, sind die Finanzierungskosten für private wesentlich höher als für öffentliche AkteurInnen. Bayliss und Hall (2017) schätzen in diesem Zusammenhang, dass durch die **günstigere öffentliche Finanzierung** unter Zugrundelegung der Finanzierungs-Annahmen des Regulators OFWAT **mindestens 500 Mio. Pfund jährlich eingespart** werden könnten.

Der **Verschuldungsgrad** ist besonders hoch für die von den vier Zweckgesellschaften kontrollierten Unternehmen. Dies ist kein Zufall, denn ihr Geschäftsmodell unterscheidet sich dahingehend, dass es auf einer komplexen und für Außenstehende **undurchsichtigen Konzernstruktur** aufbaut, inklusive einer komplizierten Verbriefung über eine Finanzierungsgesellschaft in den Cayman Islands (Bayliss 2016). Das von OFWAT regulierte Unternehmen ist dabei in ein Netz aus zahlreichen Tochtergesellschaften eingebettet, deren wesentlicher Zweck es ist Finanzmittel (Zinsen, Dividenden, konzerninterne Kreditzahlungen) von anderen Töchtern zu erhalten oder an sie auszuzahlen. Allen und Pryke (2013) haben in ihrer Fallstudie zu Thames Water (Londons Versorgungsunternehmen) exemplarisch aufgezeigt, welche Mechanismen hier zum Tragen kommen. **Abbildung 11** zeigt eine schematische Darstellung der konzerninternen Finanzflüsse für dasselbe Unternehmen im Jahr 2015.

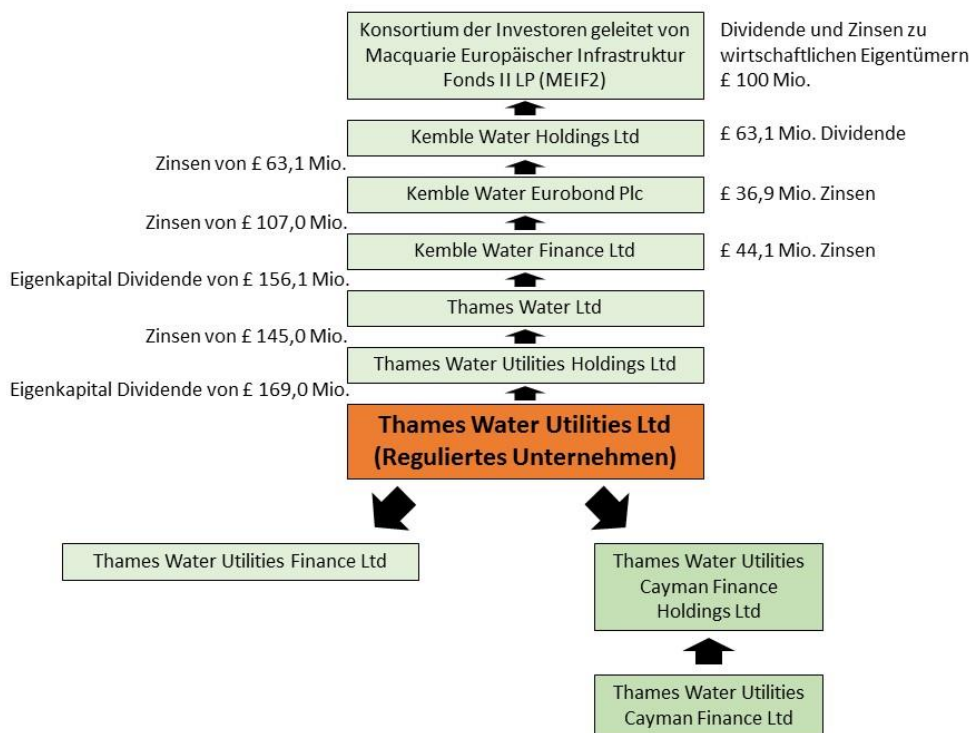


Abbildung 11: Thames Water Utilities Ltd Konzernstruktur und Mittelfluss

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Bayliss (2016).

Einer der wesentlichen Gründe für diese schwer zu durchschauenden Konzernstrukturen ist die Möglichkeit, die Verschuldung – abseits der von OFWAT diesbezüglich regulierten Einheit – zu erhöhen (Bayliss 2016). Ein weiterer besteht darin die hohen **Dividendenauszahlungen an die Akti-**

onärInnen zu finanzieren und **Steuervorteile** zu lukrieren (Allen und Pryke 2013). Schließlich gibt es einen Anreiz zur Erhöhung der privaten Unternehmensverschuldung, weil Zinsen für Fremdkapital die Steuerlast reduzieren, während Dividenden für Eigenkapital dies nicht tun (Leaver 2017). Besonders interessant wird dies, wenn dadurch auch konzerninterne Gewinne verlagert und in der Folge ausgeschüttet werden können (siehe Kapitel 6.2.2).

Wie ebenfalls aus **Tabelle 17** ersichtlich wird, zahlen die englischen Wasserversorger trotz hoher Gewinne wenig an Gewinnsteuern. Im Betrachtungszeitraum beliefen sich die kumulierten, in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Gewinne auf knapp 1,7 Mrd. Pfund – dies entspricht etwa 8% bezogen auf die Gesamtgewinne in Höhe von 20,7 Mrd. Pfund (vor Steuern).

Gemäß Untersuchungen des Regulators OFWAT machen **Kapitalkosten** – also insb. die Dividendenzahlungen an die EigentümerInnen sowie die Zinszahlungen für Fremdkapital – rund **27% des Endkundenpreises** aus (OFWAT 2011a; OFWAT 2011b). Daraus wird ersichtlich, dass letztendlich die KonsumentInnen die Kosten dieses Geschäftsmodell ökonomisch tragen. Ein Alternativszenario, das an das holländische öffentliche Modell angelehnt ist, würde einer groben Schätzung zufolge beträchtliche potentielle Einsparungen durch billigere öffentliche Finanzierung sowie Reinvestition der Gewinne (anstelle der vollständigen Ausschüttung an AktionärInnen) bringen (Hall und Bayliss 2017).

Eine Erkenntnis der Finanzialisierungs-Literatur ist, dass sich im Zuge der Durchsetzung von finanzierten Geschäftsmodellen die Kosten-/Ausgabenstruktur dahingehend ändert, dass die anteiligen Ausgaben für die Beschäftigten zurückgehen, während die Anteile für das Top-Management sowie für die EigentümerInnen zunehmen. Wie **Tabelle 18** zeigt, lässt sich dies auch für England nachweisen. So ist etwa die anteilige Remuneration des Top-Managements in Bezug auf den Umsatz zwischen 2003 und 2013 um 56% gestiegen – dies fällt mit dem Einstieg von Finanzinvestoren in den Sektor zusammen. Im Gegensatz dazu ist der Anteil für Löhne und Gehälter um ein Drittel von 15% (1993) auf 10% (2013) gefallen. Schließlich hat sich der Anteil der Zinszahlungen bezogen auf den Umsatz um 400% erhöht, von 5% (1993) auf fast 20% (2013).

	1993	2003	2013
Management-Entlohnung/Umsatz (in %)	0,13	0,13	0,21
Löhne&Gehälter/Umsatz (in %)	15,4	11,4	10,2
Zinszahlungen/Umsatz (in %)	4,6	14,4	19,5

Tabelle 18: Ausgewählte durchschnittliche Ausgabenanteile der englischen Wasserversorgungsunternehmen (jeweils in % des Umsatz)

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Bayliss (2013).

Die **Zunahme der Lohnspreizung im Unternehmen** ist ebenfalls konsistent mit der Durchsetzung des „Shareholder“-Paradigmas, wo die Interessen des Top-Management verstärkt über erfolgsabhängige Entlohnungselemente an die Interessen der AktionärInnen (gleichgesetzt mit jenen des Unternehmens) gebunden werden sollen. Im Jahr 1993 verdiente der/die bestbezahlte ManagerIn das siebenfache eines/r Durchschnittsbeschäftigten, 20 Jahre später verdiente er/sie fast 30 Mal so viel (Bayliss 2013).

Während die Senkung der Kosten für die durchschnittlich Beschäftigten als Zeichen der Effizienzverbesserung gesehen wird, gilt dies nicht für die Entlohnung des Top-Managements. Auch die **hohen und steigenden Fremdfinanzierungskosten unterliegen offensichtlich einem anderen**

Bewertungsmaßstab, obwohl sehr gut argumentiert werden kann, dass diese Ausgaben durchaus denselben Effizienzüberlegungen unterstellt werden sollten (Bayliss 2013). Der Regulator (OFWAT) sieht dies allerdings nicht als seine Aufgabe, wie folgendes Zitat unterstreicht: „The regulator has previously taken the view that the capital structure of the companies (and consequent risks) is for the boards and shareholders to determine. And this view continues as long as the water utility is not put at risk“ (Ofwat, 2013: 9, cf. Bayliss 2016). Dies weist generell auf die **Schwierigkeiten dieses Regulierungsmodells** hin, bei dem der Regulator die Aktivitäten der FinanzmarktakteurInnen nicht in den Blick nimmt bzw. auch nicht nehmen kann (Foundational Economy Collective 2018).

6.2.2 Das französische Modell: Globale Konzernstrukturen und die lokale Wasserwirtschaft

Die französischen Wasserkonzerne sind in der langen historischen Sicht (siehe u.a. Kapitel 5.1) die historische Ausnahme in der sonst öffentlich dominierten Wasserver- und Abwasserentsorgung. Wie Pezon (2000) dokumentiert, haben die französischen Unternehmen ihre Marktmacht in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts national ausgebaut und ab den 1990er Jahren, vor dem Hintergrund zunehmend gesättigter Märkte in Frankreich, die Internationalisierung ihrer wasserbezogenen Geschäftsfelder vorangetrieben (Hall und Lobina 2012a). Diese **Expansion** kam in den **2000er Jahren** aber praktisch **zum Stillstand**, nachdem sich die Privatisierungen mittels risikoreichen PPP-Verträgen als problematisch herausstellten (siehe auch Kapitel 5.3.1). In diesem Kontext begannen sich insb. auch die Strategien der französischen Marktführer zu ändern (Hall 2006; OECD 2010). Dabei versuchten die Unternehmen ihr Engagement in Ländern zu reduzieren, in denen nicht die gewünschte Performance bzw. Minimalrendite erwirtschaftet werden konnte (v.a. in Entwicklungsländern). Um die Risiken, die mit langfristigen Investitionen verbunden sind, zu reduzieren, vollzogen die Konzerne zwei strategische Änderungen. Zum einen wurde zunehmend versucht, risikoärmere Management- oder Dienstleistungsverträge abzuschließen. Zum anderen wurde eine Reihe von Vermögenswerten an Finanzinvestoren verkauft, die diese wiederum für verschiedene neue Finanzprodukte in Form von Verbriefungen nutzten. Dies passierte nicht zuletzt, um die im Zuge der Expansion aufgebauten Schulden zu reduzieren (Hall 2006).

Weniger sichtbar und auch nicht unbedingt immer beabsichtigt, ist die **zunehmende Abhängigkeit der französischen Konzerne vom öffentlichen Sektor**. Damit ist nicht das staatlich abgesicherte Monopol im Rahmen der PPP-Verträge gemeint, sondern der Einstieg bzw. die Rettung der Unternehmen in der zweiten Hälfte der 2000er Jahre sowie die zunehmend wichtigere Rolle internationaler Finanzinstitutionen als öffentliche Geldgeber.

SAUR, der kleinste der drei französischen Wasserkonzerne, wurde ursprünglich vom französischen Baukonzern Bouygues kontrolliert, bevor er 2004 um 1 Mrd. EUR an PAI – das Private Equity-Unternehmen der französischen Bank Paribas – verkauft wurde. PAI plante zunächst das Unternehmen an den australischen **Infrastrukturkonzern Macquarie** zu verkaufen, was jedoch nicht zuletzt aufgrund von **Bedenken französischer BürgermeisterInnen** nicht zustande kam. Stattdessen organisierte die staatliche Caisse des dépôts et consignations (CDC) ein „französisches“ Konsortium, das SAUR um rund 2,3 Mrd. EUR erwarb. Auffällig ist hierbei die Differenz von 1,2 Mrd. EUR im Kaufpreis zwischen den beiden Verkaufszeitpunkten – ein massiver Aufwertungsgewinn, den das Private Equity Unternehmen PAI einstreifen konnte. Das Konsortium setzte sich aus dem staatlichen „Fonds Stratégique d’Investissement (FSI)“ (38%), dem Abfallwirtschaftsunternehmen Séché Environnement (33%, welches allerdings selbst zu 20% vom Staat (FSI) kontrolliert wird), AXA Private Equity (17%) und Cube Infrastructures (12%, ein Private-Equity-Unternehmen der französischen Investmentbank Nataxis) zusammen. Nach **weiteren finanziellen Problemen sah sich**