



**ALTERNATIVE  
BANK  
SCHWEIZ**

Anders als Andere.

**STUDIENREIHE REFLEXIONEN**

# GUT ODER BÖRSE?



## ÜBERLEGUNGEN ZUM ETHISCHEN BÖRSENHANDELN

Alternative Bank Schweiz  
CRIC, Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Mai 2016

**Impressum:**

Eine Studie des CRIC<sup>TANK</sup>, der wissenschaftlichen Arbeitsgruppe des Corporate Responsibility Interface Center (CRIC) e.V. auf Initiative der Alternativen Bank Schweiz im Oktober 2015.

CRIC ist ein gemeinnütziger Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage mit Sitz in Frankfurt am Main. CRIC verfügt über ca. 100 Mitglieder vor allem in Deutschland, Österreich und der Schweiz und operiert als Informationsplattform und Kompetenzzentrum zu Fragen der Ethik und der Nachhaltigkeit bei Geldanlagen.

Weitere Informationen unter [www.cric-online.org](http://www.cric-online.org).

**Autoren Studie:**

Klaus Gabriel (CRIC<sup>TANK</sup>), Andreas Klein (CRIC<sup>TANK</sup>),  
Kevin Schaefers (CRIC<sup>TANK</sup>), Sebastian Utz (CRIC<sup>TANK</sup>)

**Autoren Replik:**

Michael Diaz (Alternative Bank Schweiz), Christian Arnsperger (Universität Lausanne)

**Herausgeberin:**

Alternativen Bank Schweiz AG, Amthausquai 21, 4601 Olten, [marketing@abs.ch](mailto:marketing@abs.ch)

**Redaktion:**

Alternative Bank Schweiz und Rosanna Carbone ([wort-satz-text.ch](http://wort-satz-text.ch))

**Gestaltung:**

Michi Nussbaumer, Grafik und Typografie ([michinussbaumer.ch](http://michinussbaumer.ch))

© 2016 Alternative Bank Schweiz AG

**Bezugsmöglichkeit:**

Die Studie kann auf [www.abs.ch/reflexionen](http://www.abs.ch/reflexionen) als PDF heruntergeladen oder in gedruckter Form bestellt werden.

# INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort I	2
Vorwort II	3
Zusammenfassung	4
<b>TEIL 1: STUDIE BÖRSENHANDELN</b>	
Einleitung	8
<b>1 Börsenhandeln: eine ökonomische Analyse</b>	<b>9</b>
1.1 Definition einer Börse	9
1.2 Historie	9
1.3 Daten und Fakten	10
1.4 Regulierung und Aufsicht	10
1.5 Der Wertpapiermarkt	10
1.6 Akteurinnen und Akteure	11
1.7 Preisbildung	11
1.8 Volkswirtschaftliche Funktion	13
<b>2 Börsenhandeln: eine ethische Analyse</b>	<b>16</b>
2.1 Zur Effizienz des Börsenhandelns	16
2.2 Informationsasymmetrien beim Börsenhandeln	18
2.3 Marktmanipulation als ethische Herausforderung beim Börsenhandeln	20
2.4 Ist Spekulation aus ethischer Sicht abzulehnen?	21
2.5 Verteilungsgerechtigkeit als Herausforderung für die Legitimität des Börsenhandelns	23
<b>3 Empfehlungen</b>	<b>27</b>
3.1 Empfehlungen auf der Makroebene	27
3.2 Empfehlungen auf der Mesoebene	28
3.3 Empfehlungen auf der Mikroebene	29
<b>TEIL 2: REPLIK ABS</b>	<b>30</b>

# VORWORT I

Würden Sie ein Kinderheim auf das kontaminierte Land einer ehemaligen Giftmülldeponie bauen? Was für eine Frage, werden Sie sich denken. Lassen Sie mich anders fragen: Möchten Sie mit Ihrem Ersparten auf eine Institution bauen, nämlich die Börse, von der Sie wissen, dass ebendiese unter anderem mit «toxischen» Wertpapieren zu sozialer Ungerechtigkeit beiträgt? Die hier vorliegenden Reflexionen sollen helfen, eine Antwort auf diese Frage zu finden.

Nachhaltige beziehungsweise ethische Geldanlagen erleben in der Schweiz gegenwärtig zunehmend Anerkennung. Uns wird damit suggeriert, Gutes zu tun und obendrein noch finanziell zu profitieren. Dabei wird wie selbstverständlich vorausgesetzt, dass es ethisch legitim ist, sich der Börse als Instrument für soziale, ethische und ökologische Zwecke zu bedienen. Ethisch orientierte Anlegerinnen und Anleger waren gegenüber der Institution Börse nicht immer unkritisch. Ich selbst, der ich zu Beginn der 2000er-Jahre den Schritt in diesen Bereich wagte, zähle mich zur dritten Generation von Aktuerinnen und Akteuren im Markt für ethische Geldanlagen. Diese Generation setzt es als legitim voraus, sich der Börse zu bedienen, um einen gesellschaftlichen Wandel zu befördern. Ähnlich die Vertreterinnen und Vertreter der zweiten Generation: Sie lancierten in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre erste Nachhaltigkeitsratings und börsengehandelte Anlagefonds. Davor aber gab es eine Generation, die fundamentale Kritik an Banken und Börsen übte. Zu ihnen zählten auch die Gründungsmitglieder der Alternativen Bank Schweiz (ABS), der Sammelstiftungen Nest und CoOpera. Die gemeinsame Basis ihrer Kritik war der Anspruch, nicht zur Spekulation beizutragen.

Wir ersuchten CRIC, den Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage, das System des Börsenhandelns einer Analyse zu unterziehen. Die Frage lautete, ob es moralisch überhaupt zulässig ist,

sich am Börsenhandeln zu beteiligen. Ich habe die Expertise von CRIC insbesondere seit meiner Tätigkeit in deren Vorstand kennen und schätzen gelernt. CRIC leistet wichtige Grundlagenarbeit zu ethischen Grundlagen. Unter anderem haben sie sich mit der wegweisenden Definition einer verantwortlichen Investorin oder eines verantwortlichen Investors verdient gemacht. Ich möchte Klaus Gabriel, Geschäftsführer von CRIC sowie seinem Think Tank herzlich danken, dass sie sich dieser schwierigen Fragestellung angenommen haben. Nun besteht freilich das Problem eines etwaigen Interessenkonflikts als Auftraggeber und Vorstandsmitglied. Ich habe daher CRIC nebst der Fragestellung und der Abgrenzung des Themas keine inhaltlichen Vorgaben gemacht. Die Abgrenzung bestand unter anderem darin, aufgrund der Komplexität der Fragestellung, gewisse Themen wie etwa den Derivatehandel auszublenden. Die ABS setzt Derivate, wenn überhaupt, nur zu Absicherungszwecken ein. Zur Studie von CRIC hat die ABS eine Replik verfasst, um deren Resultate einer kritischen Betrachtung aus dem Blickwinkel einer sozial und ökologisch orientierten Bank zu unterziehen. In diesem Zusammenhang bedanke ich mich bei Prof. Christian Arnspenger von der EPFL, der uns als Sparringpartner zur Verfügung gestanden ist und wertvolle Gedanken beigesteuert hat.

Die vorliegende Studie inklusive Replik ist der Auftakt zur neuen Publikationsreihe «Reflexionen» der ABS. Wir wollen uns wiederkehrend, idealerweise jährlich, ethisch-reflektiert mit einem Anlagethema auseinandersetzen und uns und anderen Denkanstösse vermitteln. Im Sinne dieser Zielsetzung wünsche ich Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre.

## **Michael Diaz**

Mitglied der Geschäftsleitung der Alternativen Bank Schweiz,  
Leiter Bereich Anlegen

# VORWORT II

Die Entstehung und Weiterentwicklung von Märkten zum Handel mit Gütern und Dienstleistungen spielt in der Zivilisationsgeschichte der Menschheit eine zentrale Rolle. Doch nicht erst seit Beginn der Finanzkrise werden Märkte - und insbesondere Finanzmärkte sowie der Handel mit Finanzprodukten - auch kritisch bis ablehnend beurteilt. Während für die einen der Handel an den Börsen eine Voraussetzung modernen Wirtschaftens und somit einen unverzichtbaren Bestandteil gesellschaftlicher Wohlfahrt darstellt, bezeichnen die anderen das Geschehen an den Finanzmärkten als eine wesentliche Ursache dafür, dass die soziale Ungleichheit zunimmt und die ökologischen Lebensgrundlagen der Menschheit zerstört werden.

Die Diskussion, ob der derzeit stattfindende Handel mit Effekten und Devisen der Gesellschaft als Ganzes eher nützt oder schadet, ist nicht immer einfach zu führen. Schnell überwiegen - auf beiden Seiten - Vorurteile und ideologische Voreingenommenheit und nicht selten wird am Kern der Sache vorbei polemisiert. Die Ausgangs- und Rahmenbedingungen der nun vorliegenden Studie waren jedoch anders: Als uns die ABS, die Alternative Bank Schweiz, um die Erstellung einer Studie zum Börsenhandeln ersuchte und wir gemeinsam die Ausgangsfragen und den Umfang dieser Untersuchung besprachen, wurde schnell klar, dass die unvoreingenommene Suche nach Lösungsansätzen zu komplexen Fragen im Vordergrund steht. Denn die ABS beschäftigt sich seit ihrer Gründung mit diesen Fragen der Zweckmässigkeit und Legitimität des Börsenhandelns und es geht ihr nicht um die Bestätigung einer vorgefassten Position, sondern um kritische Reflexion und daraus gewonnene Erkenntnis.

Unser Anliegen war es, den Börsenhandel mit Aktien und Anleihen in ökonomischer und ethischer Hinsicht zu reflektieren und eine belastbare Grundlage für weiterführende Überlegungen und Diskussionen zu schaffen. Der ABS danke ich für die Bereitschaft, uns ergebnisoffen arbeiten zu lassen und das damit zum Ausdruck gebrachte Vertrauen. Danksagen möchte ich aber auch meinen Co-Autoren der wissenschaftlichen Arbeitsgruppe von CRIC, dem CRIC<sup>TANK</sup>: Andreas Klein, Kevin Schaefers und Sebastian Utz haben viel Expertise und Zeit in diese Untersuchung gesteckt und sich genauso wie ich über die Möglichkeit gefreut, diese Untersuchung unter solchen Bedingungen durchführen zu dürfen.

## **Klaus Gabriel**

Geschäftsführer und Vorstandsmitglied bei CRIC

# ZUSAMMENFASSUNG

Die Alternative Bank Schweiz (ABS) hat eine lange Tradition in der kritischen Auseinandersetzung mit dem Thema Spekulation und der Reflektion dazu. Aus diesem Grund hat sie das Corporate Responsibility Interface Center (CRIC) gebeten, eine Studie zum Thema Börsenethik zu verfassen. Der Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage hat viel Erfahrung in der ethischen Analyse der Börse. Die Studie von CRIC besteht aus zwei Teilen: Im ersten Teil wird die Wertpapierbörse vor dem Hintergrund des ökonomischen Standardmodells und den der Ökonomie eigenen normativen Auffassungen beschrieben. Im zweiten Teil folgt eine ethische Analyse des Börsenhandelns in den aus Sicht von CRIC relevanten ethischen Problemfeldern. In einer Replik, nimmt die ABS Stellung zu den Argumenten und Empfehlungen in der Studie.

## Die ökonomische Analyse

Die volkswirtschaftliche Funktion der Börse besteht in der Vermittlung von Kapitalsuchenden und -gebenden beziehungsweise in der Zusammenführung von Kapital und Produktion. Nicht zuletzt aufgrund der Transformationsfunktionen (Losgrößen-, Fristen-, Risikotransformation), die Börsen erfüllen, ist der Börsenhandel für ein marktwirtschaftlich orientiertes Wirtschaftssystem von zentraler Bedeutung. Im ökonomischen Denken führen Börsen eine optimale Allokation des Kapitals in die Investitionen mit der höchsten risikoadjustierten Renditeerwartung und produktivste Verwendung herbei.

## Die ethische Analyse

Die ökonomische Analyse wird in Hinblick auf fünf ethische Fragestellungen reflektiert. Dabei wird vor allem deutlich, dass zur Klärung von Anfragen in Bezug auf die Legitimität des Börsenhandelns eine rein ökonomische Beurteilung nicht ausreicht:

- (1) Im wissenschaftlichen Diskurs besteht im Wesentlichen Einigkeit darüber, dass marktwirtschaftlich orientiertes Wirtschaften am **Kriterium der Effizienz** orientiert ist. Dies gilt auch für die Institution Börse. Im engen Sinn ist eine Börse effizient, wenn allen Marktteilnehmenden alle relevanten Informationen in gleicher Weise vorliegen und zentrale Transparenzfordernisse gewährleistet sind. Dann erreichen sie eine optimale Allokation. Im weiten, philosophischen Sinn sind Börsen dann effizient, wenn sie einen Beitrag zum guten Leben in einer Gesellschaft leisten.
- (2) Damit beim Börsenhandeln faire Preise ermittelt werden, ist es zentral, dass alle Börsenakteurinnen und -akteure zur gleichen Zeit über die gleichen Informationen verfügen. Trotzdem entstehen **Informationsasymmetrien**, die ihre Ursache im illegalen und unethischen Handeln von Börsenakteurinnen und -akteuren haben können. Solange sie nicht systemimmanent sind, dürfen Missbrauch und kriminelle Energien Einzelner allerdings nicht das gesamte System in Frage stellen. Von ethischer Relevanz ist jedoch, ob genügend Massnahmen ergriffen werden, um Fehlverhalten beispielsweise von Finanzdienstleistern zu verhindern.

- (3) Eng damit verbunden sind **Manipulationen des Marktgeschehens**, die verhindern, dass es zu effizienten und fairen Preisbildungen kommt. Marktmanipulationen können nicht nur Marktteilnehmende schädigen, sondern ganze Volkswirtschaften. Manipulationen sind aber kein Spezialproblem von Börsen, Anreize zur ungebührlichen Vorteilsgenerierung lauern fast überall.
- (4) Ist **Spekulation** abzulehnen? Spekulantinnen und Spekulanten erzielen ihr Einkommen nicht ohne Leistung, wie Kritikerinnen und Kritiker anführen: Sie stellen Kapital zur Verfügung und übernehmen Risiken. Aus moralischer Sicht abzulehnen ist Spekulation dann, wenn Kosten von fehlgeschlagenen Spekulationen auf Unbeteiligte abgewälzt werden oder durch Preisveränderungen Dritte zu Schaden kommen. Gewisse, legale Spekulationsfolgen können somit gemeinwohlschädigend wirken.
- (5) Dementsprechend gilt die **Verteilungsgerechtigkeit** als zentrale Problematik des Börsenhandelns und ist für dessen Legitimität entscheidend. Ex-ante-Verteilungsgerechtigkeit besteht dann, wenn die Chancen und Möglichkeiten der Gewinnerzielung unter allen am Börsenhandeln beteiligten Akteurinnen und Akteuren fair verteilt sind. Gemäss der ex-post-Verteilungsgerechtigkeit erhält das Börsenhandeln seine Legitimation nicht aus sich selbst, sondern aus seinem positiven Beitrag für die Gesellschaft als Ganzes. Tatsächlich scheint Börsenhandeln jedoch Ungleichheiten zu fördern, die dazu führen, dass die am wenigsten Begünstigten nicht davon profitieren. Deswegen ist es notwendig, dass der Staat, Unternehmen und auch einzelne Personen, die am Börsenhandeln beteiligt sind, einen Beitrag leisten, um Verteilungsgerechtigkeit zu schaffen.

### **Empfehlungen für mehr Ethik**

Ausgehend von der ethischen Analyse empfiehlt CRIC allen Akteurinnen und Akteuren an der Börse unter anderem:

- die eigene Rolle beim Börsenhandeln ethisch zu reflektieren.
- Beteiligungsmöglichkeiten für kleinere und weniger professionelle Investorinnen und Investoren zu schaffen.
- das Bewusstsein für die individuelle Mitverantwortung für das System Börsenhandeln zu bilden.

### **Die Replik**

Die wesentlichen Probleme der Börse ergeben sich erst, wenn der Fokus über die unmittelbaren Börsenteilnehmer hinaus ausgeweitet wird. Die Replik der ABS konzentriert sich daher auf Aussagen unter anderem zu folgenden Themen:

- (1) Die effiziente Kapitalallokation von Börsen: In der Allokation von Risikokapital sind Börsen für sich betrachtet effizient. In Ergänzung zur ökonomischen Analyse seitens CRIC muss allerdings festgestellt werden, dass die genannte Allokation auf einem äusserst unvollständigen Preisbildungsmechanismus beruht, wie er Marktwirtschaften eigen ist. Negative externe Effekte wie Luft- und Gewässerverschmutzungen oder Menschenrechtsverletzungen werden nicht oder nur ungenügend internalisiert. Eine wichtige Funktion in der Analyse von Unternehmen durch Anlegerinnen und Anleger und Investorinnen und Investoren besteht somit darin, negative externe Effekte zu identifizieren und in die Beurteilung einfließen zu lassen.
- (2) Spekulation beziehungsweise der Zeithorizont von Wertschriftentransaktionen: Während CRIC in Bezug auf die Blasenbildung auf deren negative volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Konsequenzen verweist, scheint der Zeithorizont der Investorinnen und Investoren

in der Analyse von CRIC keine Rolle zu spielen. Zu Recht? Ein kurzfristiger Zeithorizont von Anlegerinnen und Anlegern steht zum Gebot, Aktionärsrechte aktiv wahrzunehmen, im Widerspruch beziehungsweise kann die Wahrnehmung derselben erschweren. Hinzu kommt, dass massenhaft kurzfristig orientierte Finanzmarktakteurinnen und -akteure das Unternehmensmanagement dazu verleiten können, seinen Zeithorizont zu Ungunsten sozialer und ökologischer Engagements zu verkürzen.

- (3) Aspekte der Verteilungsgerechtigkeit: Die Legitimation für Börsenhandeln ergibt sich, wie CRIC aus der Sicht der ABS richtig feststellt, aus seinem positiven Beitrag für die Gesellschaft als Ganzes. Dabei geht es aber nicht nur darum, dass die generierten Erträge unter den am Börsenhandeln beteiligten Akteurinnen und Akteure und Akteursgruppen fair verteilt werden müssen, sondern generell, dass die positiven und negativen Effekte gerecht auf alle fallen, die von diesen Effekten betroffen sind. Dies bedeutet, dass wir den Fokus von den direkt am Börsenhandeln Beteiligten erweitern und eine allgemeine Güterabwägung vornehmen müssen. Überwiegen die geschilderten positiven Effekte der Börsen die verursachten Schäden? Die ABS schliesst sich der Idee von CRIC an, dass mittels einer wirksamen Besteuerung von Gewinnen aus dem Börsenhandeln ein gesellschaftlicher Ausgleich über staatliche Umverteilungsmechanismen geschaffen werden sollte.



# TEIL 1: STUDIE BÖRSENHANDELN

# EINLEITUNG

Nicht erst seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 wird über das Für und Wider des Börsenhandelns debattiert. Dass die Börsen und der Handel mit Wertpapieren, Rohstoffen, Devisen oder Derivaten sowohl positive als auch negative Auswirkungen für die beteiligten Akteurinnen und Akteure sowie für die Gesellschaft als Ganzes haben können, ist schon lange bekannt. Angesichts der enormen volkswirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzkrise erhielt diese Debatte jedoch eine neue Dynamik. Die Frage, ob es moralisch überhaupt zulässig ist, sich am Börsenhandeln zu beteiligen, wird zunehmend diskutiert.

Vor diesem Hintergrund scheint es erforderlich, das System des Börsenhandelns einer Analyse zu unterziehen. Diese Studie wurde von der Alternativen Bank Schweiz initiiert und beschreibt die ökonomischen Ausgangs- und Rahmenbedingungen des Börsenhandelns (Kapitel 1 - ökonomische Analyse). Danach werden einige zentrale ethische Fragestellungen des Börsenhandelns untersucht (Kapitel 2 - ethische Analyse). Empfehlungen für das Börsenhandeln beziehungsweise für im Börsenhandeln involvierte Finanzdienstleister sowie Akteurinnen und Akteure bilden den Abschluss der Studie (Kapitel 3).

Der Fokus der Studie liegt auf der Reflexion des bestehenden Börsensystems. Es ist hingegen nicht Gegenstand der Studie, Alternativvorschläge zum bestehenden Finanz- und Börsensystem zu diskutieren oder zu entwickeln. Eine solche Diskussion ist - auch wenn sie hier nicht geführt werden kann - zweifelsohne gerechtfertigt und erforderlich.

Die Studie konzentriert sich in ihrer Auseinandersetzung mit dem Börsenhandeln auf den Bereich der Aktien und Anleihen. Das Börsenhandeln mit Derivaten, Devisen, Rohstoffen oder anderen Vermögenswerten wird in dieser Studie nicht explizit thematisiert.

# 1 BÖRSENHANDELN: EINE ÖKONOMISCHE ANALYSE

Private und institutionelle Investorinnen und Investoren, die ihr Kapital in Wertpapieren anlegen, kaufen und verkaufen diese über die Börse. Was aber ist die Börse genau? Welche volkswirtschaftliche Funktion hat sie? Wer sind ihre massgeblichen Akteurinnen und Akteure? Und wie ist sie in die Realwirtschaft eingebettet? Diese und andere zentralen Fragen sollen im Folgenden aus ökonomischer Perspektive erläutert werden.

## 1.1 Definition einer Börse

Im ersten Schritt lässt sich eine Börse als ein nach Regeln organisierter Markt für bestimmte Güter verstehen. Welche spezifische Art von Börse vorliegt, hängt von der Art der gehandelten Güter ab. Es gibt Börsen zum Handel von Wertpapieren, Devisen (Währungen) oder Waren (zum Beispiel Rohstoffen). Den Gütern, die an diesen unterschiedlichen Börsen gehandelt werden, ist eines gemeinsam: Sie sind standardisierbar, austauschbar und vertretbar (fungibel). Deshalb ist es auch nicht notwendig, dass sie physisch auf einem Marktplatz vorhanden sind, um begutachtet zu werden. Das ist der Unterschied zum Beispiel zu einem Antiquitätenmarkt.

.....  
**Börsen sind Märkte, auf denen Wertpapiere, Währungen und Waren gehandelt werden. Diese Güter sind standardisierbar und müssen nicht physisch vorhanden sein, um begutachtet zu werden.**  
.....

Unser Fokus liegt auf *Wertpapierbörsen*, an denen Wertschriften (Effekten), wie Aktien, Anleihen (Obligationen), Investmentfonds, Zertifikate oder Derivate (zum Beispiel Optionen und Futures) gekauft und verkauft werden.<sup>1</sup>

## 1.2 Historie

Börsen als organisierte Marktplätze für vertretbare Güter existieren in Europa schon sehr lange. Bereits im frühen 16. Jahrhundert existierte in Antwerpen als bedeutsamer Handelsplatz eine Warenbörse. Die erste Wertpapierbörse im engeren Sinn wurde in Amsterdam gegründet. Seit dem 19. Jahrhundert kam es auch zu zahlreichen Gründungen von Effektenbörsen in der Schweiz: Genf (1850), Basel (1866), Lausanne und Zürich (1873), Bern (1884), St. Gallen (1887) sowie Neuenburg (1905).<sup>2</sup> Das Wort «Börse» wird zumeist etymologisch auf die in Brügge ansässige Kaufmannsfamilie *van der B(e)urse* zurückgeführt, die in ihrem Haus Handelsgeschäfte mit italienischen Kaufleuten unterhielt.

.....  
**Börsen gibt es seit dem frühen 16. Jahrhundert.**  
.....

<sup>1</sup> Neben der Börse existiert auch für Wertpapiere ein ausserbörslicher Handel, der sogenannte Over-the-Counter-(OTC)-Handel. Im Gegensatz zum börslichen Handel existieren im ausserbörslichen Handel nur geringe regulatorische Anforderungen an die Finanzkontrakte. Hier schliessen zwei Vertragsparteien direkt ein individuell ausgestaltetes Geschäft ab, das so nicht an einer Börse gehandelt wird. Aufgrund der fehlenden Standardisierung der Produkte herrschen in diesen Märkten eine eingeschränkte Markttransparenz, eine oftmals geringe Liquidität sowie das Kontrahentenausfallrisiko.

<sup>2</sup> [http://www.six-swiss-exchange.com/knowhow/exchange/history\\_de.html](http://www.six-swiss-exchange.com/knowhow/exchange/history_de.html). Abgerufen am 21.6.2015.

### 1.3 Daten und Fakten

Die grösste Schweizer Börse ist die *SIX Swiss Exchange*, ein Zusammenschluss der Börsen Genf, Basel und Zürich. SIX ist eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft, deren Aktionäre rund 140 Finanzinstitute sind. An ihr sind rund 35'000 Wertpapiere handelbar. 2014 wurden 38,8 Millionen Transaktionen durchgeführt mit einem Handelsvolumen von 1,1 Billionen Schweizer Franken und einer Marktkapitalisierung von 1,3 Billionen Schweizer Franken. An einem durchschnittlichen Börsentag werden rund 156'000 Abschlüsse mit einem Volumen von 4,6 Milliarden Schweizer Franken umgesetzt.<sup>3</sup> Die World Federation of Exchanges konsolidierte für 2014 die Zahlen von über 60 regulierten Börsen weltweit. Sie sind schwer zu fassen: Das Handelsvolumen betrug weltweit 81 Billionen US-Dollar im Aktien- und 22 Billionen US-Dollar im Anleihenbereich. Die globale Marktkapitalisierung betrug 68 Billionen US-Dollar und das am Primärmarkt neu emittierte Kapital 894 Milliarden US-Dollar. Über elektronische Handelssysteme wurden weltweit allein mit Aktien 15 Milliarden Transaktionen durchgeführt.<sup>4</sup>

Weltweit gibt es über 60 Börsen an denen jedes Jahr Wertpapiere im Wert von über 100 Billionen Dollar gehandelt werden.

### 1.4 Regulierung und Aufsicht

Die Börse ist ein *gesetzlich regulierter* Marktplatz. In der Schweiz wird sie von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) kontrolliert. Sie stützt sich auf das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG). Die strenge Regulierung dient dem *Anlegerschutz*. Denn alle Investorinnen und Investoren eines bestimmten Wertpapiers haben dieselben Beteiligungs- beziehungsweise Forderungsrechte, unabhängig davon, ob sie private oder institutionelle Anlegerinnen und Anleger sind. So müssen beispielsweise Unternehmen kursrelevante Informationen unverzüglich publizieren (Ad-hoc-Mitteilungen), damit alle Anlegerinnen und Anleger in gleichem Masse informiert sein können. Transparenz und Gleichbehandlung sind zu gewährleisten.

Um die Anlegerinnen und Anleger zu schützen, sind Börsen mit strengen Gesetzen reguliert.

### 1.5 Der Wertpapiermarkt

#### Kassa- und Terminmarkt

Private Investorinnen und Investoren kaufen über eine Wertpapierbörse zumeist Anleihen, Aktien und Investmentfonds (ETF). Diese werden am sogenannten *Kassamarkt* gehandelt. Professionelle, insbesondere institutionelle Investoreninnen und Investoren kaufen und verkaufen auch *Derivate*, wie Optionen und Futures, die am *Terminmarkt* gehandelt werden. Aus Gründen der Übersichtlichkeit konzentrieren wir uns hier auf den Handel mit börsennotierten - man sagt auch «kотиerten» - Aktien und Anleihen am Kapitalmarkt.

Aktien, Anleihen und Investmentfonds (ETF) werden innerhalb der Börse am Kassamarkt gehandelt. Die Lieferung und die Zahlung fallen zeitlich zusammen.

Am Terminmarkt werden bei Geschäften Preis, Menge und Lieferdatum vereinbart, geliefert und bezahlt wird aber erst später.

<sup>3</sup> SIX. Geschäftsbericht 2014, S. 18f.

<sup>4</sup> World Federation of Exchanges. WFE 2014 Market Highlights. <http://www.world-exchanges.org/content/studies-and-report>. Abgerufen am 24.6.2015.

## Primär- und Sekundärmarkt

Im Rahmen eines *IPO (Initial Public Offering)* emittiert ein Unternehmen mit Hilfe einer Investmentbank Aktien an der Börse, um frisches Eigenkapital von den erstzeichnenden Anlegerinnen und Anlegern einzusammeln. Durch diese Kapitalerhöhung kann das Unternehmen neue langfristige Projekte, zum Beispiel eine Auslandsexpansion, finanzieren. Gibt das Unternehmen nicht Aktien, sondern Anleihen aus, so fließt ihm Fremdkapital zu, das an die Anleger zurückzuzahlen ist. In beiden Fällen dient die Emission von Wertpapieren dem Unternehmen als längerfristiges *Finanzierungsinstrument*. Der Markt, auf dem dies geschieht, nennt man *Primär- oder Emissionsmarkt*. Auf ihm erfolgt die Erstausgabe von Wertpapieren. Kapitalnehmende (Kapitalsuchende) und Kapitalgebende (Kapital anbietende) werden auf diese Weise über die Börsennotierung zusammengebracht.

Der eigentliche Börsenhandel erfolgt jedoch am nachgelagerten *Sekundärmarkt*. An ihm werden die bereits emittierten Wertpapiere gehandelt. Dabei fließt dem Unternehmen kein neues Kapital zu. Vielmehr kaufen und verkaufen Anleger die Wertpapiere untereinander und bedienen sich zu diesem Zweck der öffentlichen Börsenplattform.

## 1.6 Akteurinnen und Akteure

Private Anlegerinnen und Anleger haben keinen unmittelbaren Zugang zur Börse. Der Handel wird für gewöhnlich über *Effekthändler* (Broker, Agenten, Intermediäre) abgewickelt, die von der zuständigen Aufsichtsbehörde autorisiert sein müssen. Es handelt sich dabei in aller Regel um Banken und andere Finanzgesellschaften. Sie sind die eigentlichen Marktteilnehmenden der Börse.

## 1.7 Preisbildung

Anhand des sogenannten Parketthandels, auf dem die Broker physisch anwesend sind - eben auf dem «Börsenparkett» - und Handelsgeschäfte mündlich abschliessen, lässt sich das Börsenhandeln im Allgemeinen und die Preisbildung eines Wertpapiers im Besonderen veranschaulichen. Nehmen wir an, eine Privatinvestorin oder ein Privatinvestor möchte für die eigene Altersvorsorge 50 Aktien einer an der Schweizer Börse notierten Aktie A kaufen. Um den Kaufvorgang zu initialisieren, muss die Person diesen bei ihrer Hausbank in Auftrag geben. Diese leitet ihn an einen an der Börse zugelassenen Effekthändler weiter. Dieser wiederum trägt die Kauforder in das sogenannte Orderbuch ein. In ihm werden alle eingehenden Kauf- und Verkaufsaufträge nach der Preis-Zeit-Priorität geordnet. Die Orders werden also zuerst nach Preis und bei mehreren Orders zum selben Preis nach dem chronologischen Eingang der Order priorisiert. Wenn sich auf der Gegenseite ein Verkäufer findet, der 50 Stück der Aktie A zu verkaufen bereit ist, dann kann die Order vom Börsenmakler ausgeführt werden. Bei der Zusammenführung von Kauf- und

Am Primärmarkt gibt ein Unternehmen Aktien oder Anleihen aus und sammelt so Eigen- oder Fremdkapital von Anlegerinnen und Anlegern.

Am Sekundärmarkt kaufen und verkaufen Anlegerinnen und Anleger Aktien und Anleihen untereinander, die zuvor von einem Unternehmen ausgegeben worden sind.

Private Anlegerinnen und Anleger haben keinen direkten Zugang zur Börse. Meist sind es Banken und andere Finanzgesellschaften, die in ihrem Auftrag an der Börse handeln.

Die Preise (Kurse) zu denen Aktien, Anleihen und andere Wertpapiere an der Börse gehandelt werden, werden durch Angebot und Nachfrage bestimmt.

Verkaufsaufträgen werden zuerst unlimitierte Kauf- beziehungsweise Verkaufsorders bedient («Bestens»), danach preislich limitierte. Der jeweilige Preis eines Wertpapiers (Kurs) bestimmt sich nach dem Preis, der durch das grösste aktuell realisierbare Handelsvolumen erzielt werden kann (Meistausführungsprinzip).

Heutzutage wird der Grossteil der Orders nicht mehr über den Parquetthandel umgesetzt, sondern über eine *vollelektronische Handelsplattform*, die neben dem Zahlungsverkehr auch die Lieferung und Lagerung der Wertpapiere integriert. Die Börse wird damit zu einem unpersönlichen, IT-gestützten Handelsraum, der nach bestimmten Regeln Angebot und Nachfrage zusammenführt und an den sich autorisierte Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmer von beliebigen Standorten weltweit anschliessen können.

Durch Finanzskandale, die Finanzkrise sowie beispielsweise den Hochfrequenzhandel sieht sich das existierende System der Börse in den vergangenen Jahren verstärkt der Kritik<sup>5</sup> ausgesetzt, sich vollständig zu einer rein durch Computer gesteuerten Handelsplattform entwickelt zu haben, auf der ausschliesslich Kapital auf Kapital trifft und kein volkswirtschaftlicher Nutzen entsteht. Diese Aussage muss allerdings differenzierter betrachtet werden. Unter der Annahme, dass Finanzmärkte *effizient* sind<sup>6</sup>, basieren Wertveränderungen an Börsen aufgrund zweier voneinander trennbarer Säulen. Die erste Säule für Kursänderungen ist das substantielle Wachstum von Unternehmen, das durch einen erhöhten Aktienkurs oder eine jährliche Dividende als Gewinn von der Investorin/vom Investor verbucht wird. Davon abgekoppelt existiert ein Nullsummenspiel zwischen allen Akteurinnen und Akteuren am Kapitalmarkt (insbesondere auch das Handeln mit Derivaten), das die zweite Säule für eher kurzfristige Wertveränderungen darstellt.<sup>7,8</sup> In diesem Nullsummenspiel übernehmen Investorinnen und Investoren verschiedene Risiken, für die sie eine Risikoprämie erwarten. Dieses Risiko, das besser als Unsicherheit bezeichnet werden sollte, umfasst sowohl die Chance, Gewinne zu erzielen, als auch die Gefahr, Verluste zu erleiden. Investorinnen und Investoren übernehmen dieses Risiko, wenn sie aufgrund ihrer Wissens- und Informationslage der Einschätzung sind, dass sich die Übernahme dieses Risikos positiv für sie auszahlt.

.....  
**Der Handel an der Börse wird heute zum grossen Teil elektronisch abgewickelt.**  
.....

.....  
**Der Wert einer Aktie hängt von zwei Faktoren ab: Erstens vom Wachstum des Unternehmens, das sie ausgegeben hat und zweitens vom Handel der Aktie an der Börse.**  
.....

<sup>5</sup> Süddeutsche Zeitung: Maschinen regieren die Börse, 12. August 2012.

<sup>6</sup> Die Effizienztheorie der Märkte geht zurück auf Fama, Eugene F.: Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, Journal of Finance 25, 1970, S. 383-417. Unter Finanzmarkteffizienz versteht man, dass sich alle für die Preis- und Kursbildung am Effekten- und Devisenmarkt relevanten Informationen sofort und vollständig in den Kursen niederschlagen. Verschiedene Studien in der jüngeren Literatur zeigen, dass die Finanzmärkte einzelne immaterielle Vermögensgegenstände, die langfristig Cashflows erzeugen, nicht effizient einpreisen. Insgesamt besteht in der Wissenschaft allerdings Konsens darüber, dass der Finanzmarkt die effizienteste Umgebung zur Ermittlung von Preisen für Wertpapiere ist.

<sup>7</sup> Taghizadegan, Rahim/Stöferle, Ronald/Valek, Mark: Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation, FinanzBuch-Verlag, München, 2014.

<sup>8</sup> Fama, Eugene F./French, Kenneth R.: Permanent and temporary components of stock prices, Journal of Political Economy 96, 1988, S. 246-273.

## 1.8 Volkswirtschaftliche Funktionen

Nach diesen Vorbemerkungen wird nun auch die wesentliche *volkswirtschaftliche Funktion* einer Wertpapierbörse verständlich: Sie bringt als Vermittlerin Kapitalsuchende und Kapitalanbietende an einer *zentralen* Stelle zusammen. Investorinnen und Investoren und Unternehmen profitieren bei der externen (langfristigen) Unternehmensfinanzierung durch diverse Vorteile. Die Akteurinnen und Akteure der Realwirtschaft können über die Börse Eigen- und Fremdkapital zu Finanzierungszwecken aufnehmen, und die kapitalgebenden Investorinnen und Investoren erhalten im Gegenzug handelbare Beteiligungs- und Forderungsrechte, die ihnen Dividenden-, Zinserträge und Partizipation an Kurssteigerungen ermöglichen.

Der (ursprüngliche) volkswirtschaftliche Nutzen einer Wertpapierbörse besteht darin, Kapital und Produktion zusammenzuführen. Die Zuweisung der Mittel am Kapitalmarkt erfolgt nach Risiko- und Gewinnaussichten. Anlegerinnen und Anleger, die bereit sind, Risiko auf sich zu nehmen, erhalten eine Risikoprämie, die bei positivem Verlauf der Investition einen Gewinn darstellt. Besteht in einer Volkswirtschaft kaum Bereitschaft, Risiko zu übernehmen, können Investitionen nur bei einer Aussicht auf eine hohe Risikoprämie durchgeführt werden. Eine höhere Bereitschaft zur Risikoübernahme führt zu mehr Investitionen und damit zu mehr Wachstum und Wohlstand.<sup>9</sup>

Mittels Publikationsverpflichtungen (Ad-hoc-Meldungen, Geschäftsberichte usw.) für Kapitalnachfragende auf geregelten Märkten wird zudem die *Informationsasymmetrie* zwischen Kapitalnachfragenden und Kapitalanbietenden (zum Beispiel hinsichtlich der Bonität des Kapitalnachfragers) verringert.<sup>10</sup> Von einer asymmetrischen Informationsverteilung spricht man beispielsweise, wenn zwischen Kapitalnachfragenden und Kapitalanbietenden ein unterschiedlicher Informationsstand über die Sicherheit der Kapitalrückzahlung herrscht. Während das Unternehmen seine Bonität meist sehr genau kennt, ist es für die Investorin und den Investor schwierig zu bewerten, ob das Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen wird. Die Reduzierung von Informationsasymmetrien durch die Börsen bewirkt einen faireren Markt, der weitestgehend frei von manipulativen und täuschenden (Handels-)Aktivitäten<sup>11</sup> ist und daher keinem einzelnen oder keiner Gruppe von Akteurinnen und Akteuren einen besonderen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmenden verschafft.<sup>12</sup> Die strikte Trennung zwischen Emissionen auf dem Primärmarkt

.....  
**Die wesentliche volkswirtschaftliche Funktion von Wertpapierbörsen ist die Vermittlung zwischen Kapitalsuchenden und Kapitalanbietenden.**  
.....

.....  
**Der volkswirtschaftliche Nutzen einer Wertpapierbörse besteht darin, Kapital und Produktion zusammenzuführen.**  
.....

.....  
**Unternehmen, die an der Börse kotiert sind, sind verpflichtet, bestimmte Informationen über sich selbst zu publizieren. Dadurch sollen Informationsasymmetrien zwischen Anlegerinnen und Anlegern reduziert werden.**  
.....

<sup>9</sup> Becker, Anja: Vor- und Nachteile einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, Diplomica Verlag, Hamburg, 2008.

<sup>10</sup> Grothe, Alexander: Publizität und Markttransparenz: Einfluss der Unternehmensberichterstattung auf Informationsasymmetrien am Kapitalmarkt, Verlag Dr. Kovač, Hamburg, 2011.

<sup>11</sup> Eine Übersicht solcher Aktivitäten findet sich beispielsweise in Ausprung, Jan: Rahmenbedingungen und Erfolgsfaktoren der Börsen im Financial-Futures- und Traded-Options-Geschäft, Bern/Stuttgart/Wien, 1992, S. 294-298 und Hahn, Oswald: Missbräuche beim Effektenhandel, wirtschaftswissenschaftliches Studium, 21, 1992, S. 86-87.

<sup>12</sup> Vgl. beispielsweise Kursmaklerkammer Frankfurt am Main (1992): Entwurf des Berufsbildes und der Funktion des Kursmakler-Spezialisten in einer computergestützten Börse, Sonderbeilage zum Amtlichen Kursblatt der Frankfurter Wertpapierbörse - Jahresabschlussnummer, S. 1.



und dem Handel der Anteile auf dem Sekundärmarkt bringt Unternehmen ausserdem Planungssicherheit - Zahlungen, die auf dem Sekundärmarkt vorgenommen werden, haben keine (unmittelbare) Wirkung auf die Finanzlage des emittierenden Unternehmens - und Investorinnen und Investoren haben aufgrund der Fungibilität der Anteile die Sicherheit für leichte Handelbarkeit. Um einen effizienten Handel zu gewährleisten, ist es von grosser Bedeutung, dass der Sekundärmarkt transparent und liquide ist, um die Handelskosten gering zu halten.<sup>13</sup> Die Erstaussage von Finanzkapital findet wie bereits beschrieben auf dem Primärmarkt statt. Dieser ist ein Markt mit Mengenanpassung: durch die Nachfrage wird entschieden, wie viele Wertpapiere ein Emittent ausgeben kann. Auf dem Sekundärmarkt hingegen wird danach die Preisanpassung bei gegebener Anzahl an Aktien umgesetzt.

Finanzmärkte und Finanzinstitutionen erfüllen durch ihr Angebot des Ausgleichs zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage drei bedeutende volkswirtschaftliche *Transformationsfunktionen*<sup>14</sup>:

Die *Losgrössentransformation* stellt die nachfragebedingte Umwandlung vieler Kleinbeträge in wenige Grossbeträge vice versa. Benötigt ein Unternehmen etwa einen grossen Investitionsbetrag (zum Beispiel 50 Millionen Schweizer Franken) und findet sich allerdings keine Kapitalgeberin und kein Kapitalgeber, der diese Summe alleine aufbringen kann/möchte, so kommt dem Finanzmarkt die Funktion zu, den einen grossen Betrag des Kapitalsuchenden in kleinere Anlagebeträge zu transformieren.

Die *Fristentransformation* umfasst eine nachfragebedingte Umwandlung formell kurzfristig angenommener Geldanlagen zu langfristigen Krediten/Beteiligungen. Ein Unternehmen möchte beispielsweise eine Kapitalerhöhung durchführen, um langfristige Investitionen zu tätigen. Investorinnen und Investoren hingegen streben oftmals kurzfristige Investitionen an. Über den Primärmarkt kann das kapitalsuchende Unternehmen den benötigten Investitionsbedarf einnehmen, ohne Gefahr zu laufen, das Kapital frühzeitig zurückzahlen zu müssen. Denn: Die kurzfristig denkenden Investorinnen und Investoren können ihre Anteile jederzeit am Sekundärmarkt an andere Investorinnen und Investoren weiterverkaufen.

Als *Risikotransformation* bezeichnet man den Ausgleich unterschiedlicher Risikobereitschaften der Marktteilnehmenden durch Finanzintermediäre. Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern ist es aufgrund von fehlendem Kapital oftmals nicht möglich, in ein gut diversifiziertes Portfolio bestehend aus einer Vielzahl an Einzeltiteln zu investieren. Finanzintermediäre

.....  
**Primär- und Sekundärmarkt sind strikt getrennt. Der Handel auf dem Sekundärmarkt hat keine (unmittelbare) Wirkung auf die Finanzlage der emittierenden Unternehmen.**  
.....

.....  
**Dank der Börse können grosse Investitionsbeträge, für die sich keine einzelne Investorin und kein einzelner Investor findet, auf viele Kapitalgeberinnen und Kapitalgeber aufgeteilt werden.**  
.....

.....  
**Unternehmen brauchen in der Regel Kapital für eine längere Zeit, Investorinnen und Investoren, möchten lieber kurzfristig investieren. Die Börse bringt diese Interessen in Einklang.**  
.....

<sup>13</sup> Spremann, Klaus/Gantenstein, Pascal: Finanzmärkte: Grundlagen, Instrumente, Zusammenhänge, UTB 8516, UVK Verlagsgesellschaft mbH, Konstanz, 2014, 3. Auflage.

<sup>14</sup> Rudolph, Bernd: Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt (Neue ökonomische Grundrisse), Mohr Siebeck, Tübingen, 2006.



dagegen sind in der Lage, das Kapital von vielen Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern zu bündeln und die gesamte Investitionssumme in ein Portfolio mit gewünschtem Risikoprofil zu investieren. Für die Kleinanlegerinnen und Kleinanleger besteht somit die Möglichkeit, einen Anteil an dem grossen Portfolio zu erwerben und somit ihr Investmentziel zu erreichen.

Zusammenfassend kann damit gefolgert werden, dass der Börsenhandel für ein marktwirtschaftlich orientiertes Wirtschaftssystem von zentraler Bedeutung hinsichtlich der Beschaffung von Kapital für Unternehmen sowie hinsichtlich einer transparenten Möglichkeit zur Partizipation an Unternehmensgewinnen für Investorinnen und Investoren ist. In diesem System findet eine optimale Allokation des Kapitals in die Investitionen mit der höchsten risikoadjustierten Renditeerwartung statt und soll somit dessen produktivste Verwendungen gewährleisten.

.....  
**Kleinanlegerinnen und Kleinanleger haben oft zu wenig Kapital, um in ein gut diversifiziertes Portfolio mit angemessenem Risiko zu investieren. Finanzintermediäre wie Banken bündeln Kapital von Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern und können es in ein Portfolio mit dem gewünschten Risikoprofil investieren.**  
.....

## 2 BÖRSENHANDELN: EINE ETHISCHE ANALYSE

Unter Ethik verstehen wir die Reflexion menschlichen Handelns und desjenigen gesellschaftlicher Institutionen unter der Differenzierung von richtig und falsch, gerecht und ungerecht. Die ethische Analyse des Börsenhandelns umfasst demnach eine Reflexion sowohl des Handels der am Börsenhandeln beteiligten Akteure und Akteursgruppen als auch jener Institutionen, Abläufe und Prozesse, die für das Börsenhandeln wesentlich sind. Hinsichtlich der vielfältigen Fragestellungen im Kontext des Börsenhandelns haben wir uns auf fünf ethisch relevante Themenkomplexe beschränkt: die Bedeutung von Effizienz, die Problematik von Informationsasymmetrien, die Herausforderungen in Bezug auf Marktmanipulationen, die Analyse und Beurteilung von Spekulation und die Frage der Verteilungsgerechtigkeit.

### 2.1 Zur Effizienz des Börsenhandelns

Im wissenschaftlichen Diskurs besteht im Wesentlichen Einigkeit darüber, dass marktwirtschaftlich orientiertes Wirtschaften auf das Kriterium der Effizienz ausgerichtet ist. Wenn die Börse in ihrer volkswirtschaftlichen Funktion als Ort der Zusammenführung von Produktion und Kapital (Primärmarkt) sowie als Möglichkeit der Partizipation an unternehmerischem Erfolg (Primär- und Sekundärmarkt) verstanden wird, kann die Frage nach der Effizienz des Börsenhandelns in zweifacher Weise gestellt werden: Zum einen kann untersucht werden, ob das Börsenhandeln zu einer effizienten Preisbildung von Effekten tatsächlich beiträgt (Effizienz des Börsenhandelns im engeren Sinn: werden die Preise an den Börsen fair ermittelt?). Zum anderen kann gefragt werden, ob Börsen insgesamt und damit auch das Börsenhandeln als solches einen positiven volkswirtschaftlichen Beitrag leisten (Effizienz des Börsenhandelns im weiteren Sinn: Trägt die Börse als System zum - im philosophischen Sinn - guten Leben für alle bei?).

#### Effizienz des Börsenhandelns im engeren Sinn

Der Begriff der Effizienz im Börsenhandeln wurde in Kapitel 1 als ein Zustand bezeichnet, bei dem sich alle für die Preis- und Kursbildung am Effekten- und Devisenmarkt relevanten Informationen sofort und vollständig in steigenden, gleichbleibenden oder sinkenden Kursen niederschlagen. Sofern alle relevanten Informationen allen Marktteilnehmenden in gleicher Weise verfügbar sind und zentrale Transparenzerfordernisse gewährleistet werden, kann man von einer ökonomisch effizienten und auch aus ethischer Sicht fairen Preis- und Kursbildung sprechen. Wie in Kapitel 1 aufgezeigt wurde, ist dieses Verständnis für das Börsenhandeln auch konstitutiv.

.....  
**Eine ethische Analyse des Börsenhandelns beurteilt das Handeln aller Akteurinnen und Akteure, als auch von Institutionen und Abläufen, die für das Börsenhandeln wesentlich sind.**  
.....

.....  
**Im wissenschaftlichen Diskurs besteht Einigkeit darüber, dass Börsenhandeln möglichst effizient sein soll. Dabei kann unterschieden werden zwischen Effizienz im engen Sinn (Preisbildung) und im weiten Sinn (Beitrag zum guten Leben).**  
.....

.....  
**An der Börse entstehen aus ethischer Sicht effiziente und faire Preise, wenn allen Marktteilnehmenden alle relevanten Informationen in gleicher Weise verfügbar sind und das Börsenhandeln transparent ist.**  
.....

Eine häufig vorgebrachte Kritik lautet jedoch, dass dieses Effizienzverständnis des Börsenhandels bloss idealtypisch sei und in der Realität häufig unerreicht bliebe: die Effizienz des Börsenhandelns – so der Vorwurf – würde etwa durch Informationsasymmetrien oder Marktmanipulationen beeinträchtigt, was die «faire» Preisbildung massiv einschränke und letztlich zu ineffizienten Lösungen führe. Dieser Vorwurf ist ernst zu nehmen und wird in den Kapiteln 2.2 und 2.3 detaillierter zu untersuchen sein. Grundsätzlich ist aber festzuhalten, dass (ohnehin gesetzwidriger) Insiderhandel und Kursmanipulationen – so sie die Ausnahme bleiben und nicht die Regel darstellen – keine hinreichenden Gründe sind, die Effizienz und Fairness des Börsenhandelns in seiner Gesamtheit in Frage zu stellen. So die einer effizienten Preisbildung widerläufigen Faktoren als nicht systemimmanent und von daher als prinzipiell vermeid- beziehungsweise einschränkbar erachtet werden und solange es aus Sicht der Effizienz keine bessere Alternative gegenüber dem Börsenhandeln gibt, scheint es von einem Standpunkt der Ethik aus nicht verboten zu sein, am Börsenhandeln festzuhalten. Gleichzeitig ist aber auch darauf hinzuweisen, dass nicht alles, was ökonomisch effizient ist, auch automatisch moralisch erlaubt ist. Effizienz ist eine ökonomische Kategorie, die es ethisch zu beurteilen gilt.

### **Effizienz des Börsenhandelns im weiteren Sinn**

Selbst wenn die Preise an den Börsen effizient und fair gebildet würden, könnten sich Spekulationsblasen bilden und damit möglicherweise auch ein volkswirtschaftlicher Folgeschaden entstehen, der das System «Börse» als Ganzes infrage stellt. Referenzpunkt einer solchen normativen Effizienzhinterfragung wäre demnach das auch in der Wirtschaftsethik vorherrschende Verständnis der Rückbindung wirtschaftlicher Aktivitäten an Mensch und Gesellschaft. Eine solcherart aufgeworfene Fragestellung könnte lauten, ob denn die Börsen und das Börsenhandeln auch tatsächlich einen Beitrag zum Gemeinwohl beziehungsweise zum Wohlstand – philosophisch gesprochen: zum guten Leben – in einer Gesellschaft leisten.

Eine hier häufig aufgeworfene Kritik betrifft die «Verselbstständigung» des Börsenhandels, wonach es zu einer *Entkoppelung* von Finanzwirtschaft und Realwirtschaft kommt, deren langfristige Folge Spekulationsblasen sind, die wiederum einen volkswirtschaftlichen Schaden verursachen können. Dieser Umstand verschärft sich noch dadurch, dass der Börsenhandel zunehmend über rein technologische Systeme abgewickelt wird. Vielfach erfolgen Geschäfte und Transaktionen in Sekundenbruchteilen oder werden auch in diesen Zeiträumen wieder storniert (Hochfrequenzhandel). Insgesamt lässt sich sagen, dass sich durch die Entkoppelung von Finanzmarkt und Realwirtschaft Spekulationsblasen bilden können, die – wenn sie platzen – volkswirtschaftlichen Schaden verursachen können.<sup>15</sup>

.....  
**Insiderhandel und Kursmanipulationen schränken die effiziente Preisbildung ein.**  
.....

.....  
**Weder Insiderhandel noch Kursmanipulationen sind aber hinreichenden Gründe, die Effizienz und Fairness des Börsenhandelns in Frage zu stellen. Dies, solange sie nicht systemimmanent sind und es zum Börsenhandeln keine bessere Alternative gibt.**  
.....

.....  
**Börsenhandeln ist im weiteren Sinn dann effizient, wenn es einen Beitrag zum guten Leben in einer Gesellschaft leistet.**  
.....

.....  
**Kritikerinnen und Kritiker sagen, dass sich der Handel an der Börse verselbstständige und nicht mehr an die Realwirtschaft gekoppelt sei. Dadurch könnten Spekulationsblasen entstehen, die die Volkswirtschaft bedrohen.**  
.....

<sup>15</sup> Vgl. Shiller, Robert: Irrationaler Überschwang, Kulmbach, 2015, 3. Auflage. Das Problem der Entkoppelung von Finanzmarkt und Realwirtschaft wird dort eingehender aus Sicht der Verhaltensökonomik (Behavioral Finance) behandelt.

Die ethischen beziehungsweise normativen Grundsatzfragen setzen in diesem Zusammenhang jedoch tiefer an. Es handelt sich hier um Fragen der Letztorientierung beziehungsweise nach der zugrunde liegenden Zielperspektive der ökonomischen Effizienz, die letztlich auf die ethische Primärfrage nach dem Individual- beziehungsweise Gemeinwohl zurück verweist. Denn Wirtschaften sollte nicht als Selbstzweck verstanden werden, sondern auf die Befriedigung (moralisch legitimerter) menschlicher Bedürfnisse abzielen.

Es geht also folglich darum, Effizienz nicht isoliert vom zugrunde liegenden Ziel wirtschaftlicher Aktivitäten zu definieren, sondern sie immer auch in Rückbindung an das menschliche und gesellschaftliche Wohl zu verstehen. Börsenhandeln im weiteren Sinn ist somit dann als (auch im moralischen Sinn) legitimiert «effizient» zu bezeichnen, wenn es dazu beiträgt, menschliches und gesellschaftliches Wohl in bestmöglicher Weise zu entfalten. Eine rein auf ökonomische Aspekte des Börsenhandelns bezogene Effizienz wäre demgegenüber ethisch defizitär. Somit ist es entscheidend für eine ethische Beurteilung des Börsenhandelns, ob ein Beitrag zum Gelingen menschlichen Lebens und zu einer funktionierenden Gesellschaft geleistet wird.

Wie kann ein solcher Beitrag konkret aussehen? Am Primärmarkt können Unternehmen und Staaten mittels Beteiligungs- und Schuldtitel Kapital aufnehmen. Gegenüber einer Finanzierung über Bankkredite kann diese Form der Finanzierung über Wertpapiere Emittenten wie Gläubigerinnen und Gläubigern bedeutsame Vorteile bieten. Am Sekundärmarkt wiederum können Wertpapiere gehandelt werden, was eine zentrale Voraussetzung dafür darstellt, dass Investorinnen und Investoren überhaupt (beziehungsweise zu für die Kapitalnehmer günstigeren Konditionen) bereit sind, am Primärmarkt Kapital zur Verfügung zu stellen. Dadurch sinken auch die Kosten für die Emittenten, was wiederum Vorteile für Bürgerinnen und Bürger, Konsumentinnen und Konsumenten beziehungsweise für die Gesellschaft als solche hat. Darüber hinaus bieten Primär- und Sekundärmarkt den Individuen die Möglichkeit, Kapital in global agierenden Unternehmen – zum Beispiel für die Altersvorsorge – anzusparen. Ohne die Börse hätten Unternehmen und Staaten höhere Finanzierungskosten und Kleinanlegerinnen und Kleinanleger Schwierigkeiten, ihr Kapital diversifiziert und zu geringen Transaktionskosten anzulegen. All diese Vorteile sind gemeinwohlfördernd und damit aus ethischer Sicht positiv zu bewerten.

## 2.2 Informationsasymmetrien beim Börsenhandeln

Eng mit der Effizienz des Börsenhandels sind auch Fragen nach Transparenz und Zugang zu Informationen verbunden, da ein besserer Zugang zu Informationen einen wesentlichen und letztlich entscheidenden Wettbewerbsvorteil am Finanzmarkt darstellt. Wer früher oder genauer über Dinge Bescheid weiss, kann sich entsprechend danach

.....  
**Wirtschaften sollte kein Selbstzweck sein, sondern moralisch legitimierte menschliche Bedürfnisse befriedigen. Das gilt auch für das Börsenhandeln.**  
.....

.....  
**Für eine ethische Beurteilung des Börsenhandelns ist entscheiden, ob dadurch ein Beitrag zum Gelingen menschlichen Lebens und zu einer funktionierenden Gesellschaft geleistet wird.**  
.....

.....  
**Ohne die Börse hätten Unternehmen und Staaten höhere Finanzierungskosten und Kleinanlegerinnen und Kleinanleger Schwierigkeiten, ihr Kapital diversifiziert und zu geringen Transaktionskosten anzulegen.**  
.....

richten und Vorteile daraus ziehen.<sup>16</sup> Dies kann zum Teil strafwidrige Auswüchse annehmen, so dass sich etwa Cyber-Hacker und Börsenhändler gegenseitig in die Hände spielen, um mit Informationen Gewinne einzufahren.<sup>17</sup> Informationen sind beim Börsenhandeln ein überaus zentrales und begehrtes Gut. Dementsprechend stellt sich fortwährend die kritische Frage, wem welche Informationen wann zugänglich sind und welche Asymmetrien bei den jeweiligen Akteurinnen und Akteuren auszumachen sind.

Die derzeit gültigen Regularien und Standards für das Börsenhandeln zielen darauf ab, für das Börsenhandeln relevante Informationen allen Akteurinnen und Akteuren zur gleichen Zeit zur Verfügung zu stellen (vgl. Publikationsverpflichtungen und Massnahmen gegen Insiderhandel). Dass es in der Praxis Fälle gibt, in denen diese Regeln und Standards auch umgangen und gebrochen werden, und es deshalb zu asymmetrischen Informationssituationen kommt, verweist auf zusätzliche Herausforderungen, sollte jedoch nicht zu einer generellen moralischen Verwerfung des Systems führen. Vielmehr sind – wie auch in anderen gesellschaftlichen Bereichen – Massnahmen auf unterschiedlichsten Ebenen zu etablieren, um derartige Entwicklungen zu unterbinden. Wie in Kapitel 1 ausgeführt wurde, tragen die bestehenden Publikationsverpflichtungen dazu bei, Informationsasymmetrien auf verschiedenen Ebenen zu verringern, wodurch ein fairer Markt erst ermöglicht wird.<sup>18</sup>

Eine besondere Herausforderung stellen Informationsasymmetrien zwischen Finanzdienstleistern und ihren Kundinnen und Kunden dar: Finanzdienstleister nehmen dabei die Rolle von Finanzintermediären ein und verfolgen mitunter eigene finanzielle Interessen als Investorinnen und Investoren und Teilnehmerinnen und Teilnehmer an der Börse. Dadurch kann es zu Interessenskonflikten kommen, die etwa darin münden können, dass den Kundinnen und Kunden wichtige Informationen vorenthalten werden, um daraus einen eigenen finanziellen Vorteil zu generieren.<sup>19</sup> Solche Vorfälle sind nicht nur unmoralisch, sondern in der Regel auch illegal. Auch hier gilt, dass Missbrauch und kriminelle Energien einzelner Akteurinnen und Akteure nicht automatisch das gesamte System in Frage stellen dürfen, so sie nicht als systemimmanent zu bezeichnen sind. Von ethischer Relevanz ist jedoch, ob falsche Anreizstrukturen vermieden werden beziehungsweise ob genügend Massnahmen gesetzt werden, um ein solches Missverhalten von Finanzdienstleistern zu verhindern. Solch ein mögliches Fehlverhalten lässt sich allerdings nicht auf die

.....  
**Informationen sind beim Börsenhandeln ein zentrales Gut und bringen entscheidende Wettbewerbsvorteile. Aus ethischer Sicht ist massgebend, dass alle Akteurinnen und Akteure den gleich Zugang haben und keine Asymmetrien entstehen.**  
.....

.....  
**Trotz Regeln und Standards, gibt es in der Praxis Fälle, in denen Informationen asymmetrisch verteilt sind. Diesen Entwicklungen muss mit geeigneten Massnahmen begegnet werden.**  
.....

.....  
**Informationsasymmetrien entstehen auch zwischen Kundinnen und Kunden und Finanzdienstleister. Letztere können diese nutzen, um einen eigenen finanziellen Vorteil zu generieren.**  
.....

<sup>16</sup> Um ein Beispiel heranzuziehen: Der Apple-Chef Tim Cook hat kürzlich eine Mail an einen Freund versandt, in der er die sehr gut laufenden Apple-Geschäfte in China hervorhebt. Diese Mail wurde umgehend öffentlich und verhinderte ein Abrutschen der Apple-Aktien am derzeit sonst so gebeutelten Finanzmarkt China. Angeblich soll dieser Fall jetzt von der US-amerikanischen Finanzaufsicht geprüft werden.

<sup>17</sup> Die amerikanische Börsenaufsicht SEC untersucht derartige Fälle, bei denen ca. 100 Millionen US-Dollar an illegalen Gewinnen eingestrichen worden sein sollen: <http://www.faz.net/agenturmeldungen/dpa/usa-verklagen-hacker-und-wall-street-haendler-wegen-betrugs-13746215.html>. Abgerufen am 8.9.2015.

<sup>18</sup> Der regulierte Wertpapierhandel über die Börse ist deutlich transparenter als beispielsweise der Markt für nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) oder der Immobilienmarkt.

<sup>19</sup> Es gibt mittlerweile mehrere Fälle, in denen Banken für absichtliche Falschberatung verurteilt worden sind.

Wertpapierberatung einschränken, sondern umfasst die gesamte Bandbreite der Finanzberatung.

### 2.3 Marktmanipulation als ethische Herausforderung beim Börsenhandeln

Immer wieder taucht im Bereich des Börsenhandelns das Problem der Marktmanipulation auf, und zwar auf verschiedenen Ebenen und aufgrund unterschiedlicher Interessen. Kursmanipulation widerspricht geltenden Börsenregeln und gilt prinzipiell als strafbar. Immerhin kann hierdurch die Effizienz der Börsen beeinträchtigt werden, so dass es auch zur Beeinträchtigung oder gar Schädigung von Marktteilnehmenden und – was möglicherweise noch schwerer wiegt – der Allgemeinheit beziehungsweise Bevölkerung kommen kann.<sup>20</sup> Werden derartige Preismanipulationen aufgedeckt, drohen Sanktionen.

Es ist jedoch davon auszugehen, dass nicht wenige Manipulationen gar nicht oder erst deutlich später aufgedeckt werden. Bereits dieser Gesichtspunkt führt manche Kritikerinnen und Kritiker zu einer grundlegenden moralischen Ablehnung des Börsenhandels, da die Versuchung stets gross ist, Vorteile auf Kosten anderer – auf welche Art auch immer – zu erzielen. Allerdings ist dies kein Spezialproblem von Börsen, da Anreize zur ungebührlichen Vorteilsgenerierung fast überall lauern. Auch hier ist prinzipiell der Grundsatz zu akzeptieren, dass der Missbrauch den rechten Gebrauch nicht aufhebt. Vielmehr bedarf es entsprechender Massnahmen, um solche Versuche zu unterbinden, und zwar auf der Mikro-, Meso- und Makroebene. Verschärfte Strafandrohungen können hier höchstens als *eine* mögliche Option erscheinen. Darüber hinaus bedarf es auch positiver Perspektiven und Einstellungen, die durchaus auch durch gesellschaftliche Wirkungen (mit-)erzeugt werden können. Gemeint ist damit, dass ethisch-verantwortliches Entscheiden und Handeln einer inneren Überzeugung folgt, also eine Tugend darstellt. Die Gesellschaft – und das schliesst die Unternehmen mit ein – kann dazu beitragen, dass Menschen diese Verinnerlichung anstreben. Das grosse Problem bei Manipulationen auf Börsenebene sind vor allem die möglichen gewaltigen negativen Auswirkungen. Letztlich können hiervon ganze Volkswirtschaften oder sogar darüber hinaus die gesamte Weltwirtschaft nachteilig betroffen sein.

Eine davon unterschiedene Frage, die weit weniger häufig diskutiert wird, ist jedoch, ob nicht auch bestimmte Interventionen von Notenbanken oder Zentralbanken als Manipulationen analoger Art betrachtet werden müssen. Zahlreiche Interventionen von Staaten oder Notenbanken, wie sie auch aus den letzten Jahren bekannt sind, können auch als (im Verständnis der Notenbanken rechtskonforme) Manipulationen bezeichnet werden, wenngleich sie nur gelegentlich als solche kommuniziert werden.

.....  
**Marktmanipulationen kommen an Börsen immer wieder vor, werden oft gar nicht oder erst spät aufgedeckt. Sie können nicht nur die Marktteilnehmenden schädigen, sondern auch ganze Volkswirtschaften.**  
.....

.....  
**Marktmanipulationen führen Kritikerinnen und Kritiker dazu, aus moralischen Gründen gegen Börsenhandeln zu sein.**  
.....

.....  
**Auch wenn es Marktmanipulationen gibt, ist das System Börsenhandeln an und für sich nicht abzulehnen. Es braucht aber geeignete Massnahmen um Manipulationen zu verhindern. Diese müssen über verschärfte Strafandrohungen hinaus gehen und Tugenden mit einbeziehen.**  
.....

.....  
**Künstliche Verzerrungen der Preise an der Börse entstehen nicht nur durch kriminelle Marktmanipulationen, sondern auch durch extreme Notenbankpolitik.**  
.....

<sup>20</sup> Als Beispiel kann hier die Manipulation des Libor, eines der wichtigsten Leitzinssätze überhaupt, oder des Goldpreises angeführt werden.



Als Beispiel wären hier die aktuelle Niedrigzinspolitik bei gleichzeitiger massiver Liquiditätszufuhr durch die EZB oder die staatlich forcierten kreditfinanzierten Aktienkäufe der Bevölkerung in China zu nennen. Die - möglicherweise auch noch bewusste - Erzeugung von sogenannten Blasen bedroht die Bevölkerung mit enormen Vermögensverlusten und überhaupt erheblich nachteiligen Folgen. Die EZB hält mit massiven Aufkäufen von europäischen Staatsanleihen am Markt deren Zinsniveaus künstlich extrem niedrig, was einigen Staaten eine günstige Refinanzierung ihrer hoch verschuldeten Staatshaushalte ermöglicht, andererseits es konservativen Kleinsparerinnen und Kleinsparern erheblich erschwert, für ihre Altersvorsorge risikoarm Vermögen aufzubauen. Künstliche Preisverzerrungen können also sowohl durch kriminelle Kursmanipulationen Einzelner als auch durch extreme Notenbankpolitik erzeugt werden. Letztere war immer wieder Anlass für spekulative Blasenbildung.<sup>21</sup>

## 2.4 Ist Spekulation aus ethischer Sicht abzulehnen?

Unter Spekulation verstehen wir mit dem Wirtschaftsethiker Peter Koslowski jene Art von wirtschaftlicher Tätigkeit, die Gewinn aus den Unterschieden zwischen gegenwärtigen und künftigen Börsenkursen zu ziehen sucht.<sup>22</sup> Spekulantinnen und Spekulanten sind folglich eine Investorinnen und Investoren, die kurz- bis langfristige Gewinne aus Kursbewegungen an den Börsen zu generieren versucht. Sie können dabei auf steigende oder fallende Kurse spekulieren. Ein Kennzeichen für Spekulantinnen und Spekulanten ist, dass in ihrem Fokus nicht Dividendenausschüttungen oder Zinserträge stehen, die ihnen bei Aktien- oder Anleihenbesitz ohnehin zufließen können, sondern Gewinne aus Börsenkursveränderungen.

Von manchen Kritikerinnen und Kritikern wird an dieser Stelle der Einwand erhoben, Spekulation sei unmoralisch, weil Spekulantinnen und Spekulanten ein «Einkommen ohne Leistung» generieren. Diesem Einwand ist jedoch entgegenzuhalten, dass die Leistung darin besteht, dass die Investorinnen und Investoren ihr Kapital zur Verfügung stellen und ein Risiko übernehmen. Wenn deren Annahmen sich als falsch erweisen, erleiden die Spekulantinnen und Spekulanten einen Verlust.

Spekulation als solche ist also nicht von vornherein moralwidrig: Sie kann eine sinnvolle wirtschaftliche Funktion erfüllen, wenn sie zum Beispiel für Liquidität beim Börsenhandeln sorgt und damit auch nicht-spekulativen Investorinnen und Investoren die Möglichkeit gibt, Anlagen zu kaufen oder zu verkaufen. Nach Peter Koslowski verringert berufsmässige Börsenspekulation das Risiko, dass man vielleicht nicht in der Lage sein wird, die Perioden von Investition und

.....  
**Spekulantinnen und Spekulanten spekulieren auf steigende oder fallende Kurse und versuchen, aus Kursveränderungen Gewinne zu erzielen.**  
.....

.....  
**Spekulantinnen und Spekulanten erzielen ihr Einkommen nicht ohne Leistung: Sie stellen Kapital zur Verfügung und übernehmen Risiken.**  
.....

.....  
**Spekulation kann sinnvolle wirtschaftliche Funktionen erfüllen und ist deshalb nicht von vornherein moralisch unzulässig.**  
.....

<sup>21</sup> Vgl. Shiller, Robert: Irrationaler Überschwang, Kulmbach, 2015, 3. Auflage.

<sup>22</sup> Koslowski, Peter: Insiderhandel und Spekulation, in Korff, Wilhelm u. a. (Hgg.): Handbuch der Wirtschaftsethik, Gütersloh, 1999, Bd. 4.1, S. 292.

Desinvestition in Wertpapieren zu transformieren.<sup>23</sup> Darüber hinaus ermöglicht die Spekulation die Durchführung von Absicherungsgeschäften, beispielsweise über derivative Finanzinstrumente. Spekulantinnen und Spekulanten fungieren hierbei häufig als Gegenpartei für Industrieunternehmen oder nicht-spekulative Anlegerinnen und Anleger, die sich gegen zukünftige Preisschwankungen absichern wollen. Sofern die Spekulation diese Aufgaben erfüllt, ist sie moralisch zulässig.<sup>24</sup>

Es gibt jedoch auch Fälle, wo Börsenspekulationen moralisch zu missbilligen sind, insbesondere dann, wenn Personen oder Kollektive, die an der Spekulation überhaupt nicht beteiligt sind, geschädigt werden. Für die ethische Beurteilung der Spekulation scheint demnach nicht die Spekulation als solche, sondern vielmehr die Frage nach der Verantwortung für die *Folgen* von Spekulationen ausschlaggebend zu sein. Solche Folgen können etwa das Überwälzen von Kosten fehlgeschlagener Spekulationen auf Unbeteiligte oder die Schädigung von Dritten durch Preisveränderungen des Spekulationsgegenstandes sein. In solchen Fällen verstößt die Spekulation gegen moralische Normen, insbesondere im ersten Fall können solche Spekulationen auch rechtswidrig sein.

Im ersten Fall kann als generelle Regel gelten, dass eine Spekulation dann moralisch zulässig ist, wenn die Kosten einer fehlgeschlagenen Spekulation von den Spekulantinnen und Spekulanten selbst getragen werden und nicht auf Unbeteiligte überwält werden.<sup>25</sup> Wenn also bei Spekulationen Risiken eingegangen werden, muss dafür Sorge getragen werden, dass Unbeteiligte beziehungsweise Dritte nicht für entstandene Verluste einzutreten haben.<sup>26</sup> Dazu bedarf es neben individueller und unternehmerischer Verantwortung vor allem auch einer staatlichen Wirtschaftspolitik als Ordnungspolitik, die geeignete Regulierungsinstitutionen und -mechanismen zur Vermeidung unangemessener Risikobereitschaft installiert und an die sich verändernden Finanzmarktsituationen anpasst. Aufgrund der zunehmenden Globalisierung kann dies freilich immer weniger auf nationalstaatlicher Ebene erfolgen, sondern bedarf vielmehr internationaler Vereinbarungen und einer globalen Ordnung. Entsprechend ist vom bisherigen Verfahren auf jeden Fall Abstand zu nehmen, Gewinne zu privatisieren, Verluste jedoch zu sozialisieren.<sup>27</sup> Grosse Teile von

.....  
**Aus moralischer Sicht abzulehnen, ist Spekulation dann, wenn Kosten von fehlgeschlagenen Spekulationen auf Unbeteiligte abgewälzt werden oder durch Preisveränderungen Dritte zu Schaden kommen.**  
.....

.....  
**Um die möglichen negativen Folgen von Spekulation klein zu halten, braucht es neben individueller und unternehmerischer Verantwortung auch geeignete Regulierungen durch den Staat.**  
.....

---

<sup>23</sup> Ebda. S. 294.

<sup>24</sup> Koslowski spricht von «ethisch zulässig», ebda. S. 296.

<sup>25</sup> K. Gabriel: Das schnelle Geld. Die Spekulation als solche und ihre ethische Bewertung, in Hoffmann, J./Scherhorn, G. (Hg.): Eine Politik für Nachhaltigkeit. Neuordnung der Kapital- und Gütermärkte, Geld & Ethik 2, Erkelenz, 2009.

<sup>26</sup> Siehe hierzu u.a. Evangelische Kirche Deutschland/Deutsche Bischofskonferenz (Hg.): Gemeinsame Verantwortung für eine gerechte Gesellschaft. Initiative des Rates der Evangelischen Kirche in Deutschland und der Deutschen Bischofskonferenz für eine erneuerte Wirtschafts- und Sozialordnung, Gemeinsame Texte 22, Hannover/Bonn, 2014.

<sup>27</sup> Vgl. Pies, Ingo: Ethik der Spekulation: Wie (un-)moralisch sind Finanzmarktgeschäfte mit Agrarrohstoffen? – Ein ausführliches Interview mit einem Ausblick auf die Rolle zivilgesellschaftlicher Organisationen, Diskussionspapier Nr. 2012-12 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Halle, 2012, 12: «Solange Händler und Spekulanten die Kosten falscher Erwartungsbildung selbst tragen müssen und solange ihnen keine Möglichkeit eingeräumt wird, die Erwartungsbildung anderer strategisch zu manipulieren, besteht kein Grund zu übermässiger Sorge.» Gerade bei diesen beiden Bedingungen scheint es aber zu Problemen zu kommen.



Bevölkerungen leiden bis heute unter den Folgen der Wirtschafts- und Finanzkrisen der zurückliegenden Jahre, während diese Bevölkerungsteile an den an den Börsen lukrierten Spekulationsgewinnen jedoch nicht adäquat beteiligt worden sind.<sup>28</sup>

Ethisch problematisch ist es aber auch, wenn durch Spekulationen Preise beeinflusst und dadurch Menschen geschädigt werden, die an der Spekulation gar nicht beteiligt sind. Ein Beispiel hierfür sind etwa die Spekulationen mit bestimmten Grundnahrungsmitteln. Der Preisanstieg oder auch massive Preisschwankungen bei Grundnahrungsmitteln können signifikante Auswirkungen auf die Lebenssituation von Menschen – vor allem in ärmeren Ländern – haben. Zwar ist es die Aufgabe des Börsenhandels, Liquidität sicherzustellen und damit Stabilitäten herzustellen beziehungsweise extreme Schwankungen abzufedern. Es ist hier aber die Kritik ernst zu nehmen, der Börsenhandel wirke besonders in relativ illiquiden und kleinen Märkten häufig gerade auch destabilisierend und stelle eine Mitursache für Notsituationen von Menschen dar. Als Fazit lässt sich festhalten, dass Spekulation als solche nicht gemeinwohlschädigend ist, aber bestimmte, bislang legale, Spekulationsfolgen gemeinwohlschädigend wirken können. Manchmal ist es allerdings für Investorinnen und Investoren im Voraus nicht oder nur schwer erkennbar, welche Folgen ihre Investments zeitigen werden.

.....  
**Bestimmte, bislang legale, Spekulationsfolgen können gemeinwohlschädigend wirken. Für Investorinnen und Investoren ist allerdings im Voraus nicht oder nur schwer erkennbar, welche Folgen ihre Investitionen haben werden.**  
.....

## 2.5 Verteilungsgerechtigkeit als Herausforderung für die Legitimität des Börsenhandelns

Von mehreren Seiten wird das Thema Verteilungsgerechtigkeit als eine zentrale Problematik des Börsenhandelns identifiziert.<sup>29</sup> Verteilungsgerechtigkeit wird unterschiedlich verstanden und steht in enger Verbindung mit anderen Formen und Aspekten der Gerechtigkeit.<sup>30</sup> Im hier behandelten Kontext geht es gegenüber dem Börsenhandeln vor allem um den Vorwurf, dass beim Börsenhandeln jene überproportional reicher würden, die in der Lage sind, grosse Geldbeträge (auch auf Kredit) an den Börsen anzulegen, während jene, die nach Abzug ihrer Lebenshaltungskosten über keine freien Mittel oder nur über kleine Geldbeträge verfügen (oder keine Kredite erhalten), nicht beziehungsweise nicht im gleichen Ausmass vom Börsenhandeln profitierten. Daraus – und darüber hinaus –, so der Vorwurf weiter, entstehe eine zunehmende Ungleichheit auf Basis einer ungerechten Verteilung der an den Börsen erwirtschafteten Profite – sowohl unter den am Börsenhandeln Beteiligten als auch in der Gesellschaft insgesamt.

.....  
**Verteilungsgerechtigkeit gilt als zentrale Problematik des Börsenhandelns. Sie ist für dessen Legitimität wesentlich.**  
.....

.....  
**Kritikerinnen und Kritiker sind der Meinung, dass vom Börsenhandeln nur jene Akteurinnen und Akteure profitieren, die in der Lage sind, grosse Geldbeträge anzulegen. So entstehe eine ungerechte Verteilung der Börsengewinne.**  
.....

<sup>28</sup> So ist es zum Beispiel in einigen Staaten legal, Gewinne aus Spekulationsgeschäften nicht oder nur in geringem Ausmass zu versteuern. Einkünfte aus Kapitaleinkommen werden damit steuerlich häufig besser gestellt als Einkünfte auf realwirtschaftlicher Tätigkeit oder Arbeitseinkommen.

<sup>29</sup> Vgl. hierzu zum Beispiel Grzebeta, Sven: Ethik und Ästhetik der Börse, München, 2014, S. 327 ff.

<sup>30</sup> So thematisiert zum Beispiel die aristotelisch-thomistische Gerechtigkeitstheorie sowohl die Eigenständigkeit als auch die gegenseitige Verwiesenheit von Legalgerechtigkeit (iustitia legalis), Kommutativ- oder Tauschgerechtigkeit (iustitia commutativa) und Distributiv- oder Verteilungsgerechtigkeit (iustitia distributiva). Vor allem auf die für unser Thema bedeutsamen Wechselbeziehungen zwischen verschiedenen Gerechtigkeitsformen kann aus Platzgründen nicht detailliert eingegangen werden. Vgl. hierzu Korff W. u. a. (Hgg.): Handbuch der Wirtschaftsethik, Band 1.1, «Verhältnisbestimmung von Wirtschaft und Ethik», Berlin, 2009, S. 289 ff.

Zum Ersten geht es demnach um die Frage, ob die Chancen und Möglichkeiten der Gewinnerzielung in Bezug auf die Ausgangssituation unter allen am Börsenhandeln beteiligten Akteurinnen und Akteuren und Akteursgruppen *ex ante (im Voraus)* fair verteilt sind (*Ex-ante-Verteilungsgerechtigkeit beim Börsenhandeln*). Zum anderen kann gefragt werden, ob und in welcher Weise die beim Börsenhandeln generierten Erträge *ex post (im Nachhinein)* den am Börsenhandeln beteiligten Akteurinnen und Akteuren und darüber hinaus allen Menschen zugutekommen (*Ex-post-Verteilungsgerechtigkeit beim Börsenhandeln*).

Was die *Ex-ante-Verteilungsgerechtigkeit beim Börsenhandeln* betrifft, ist aufzuzeigen, dass - wie in Teil 1 dieser Untersuchung ausgeführt - das Börsenhandeln zwar weitgehend die Anforderungen an eine Verfahrensgerechtigkeit aufgrund gerechter Institutionen erfüllt, es aber dennoch Rückfragen hinsichtlich Informationsgleichheit und Transparenz gibt. Private oder nicht professionelle Anlegerinnen und Anleger beispielsweise hätten - so ein häufiger Vorwurf - mit dem Problem zu kämpfen, nicht in gleicher Weise auf Informationen zugreifen zu können und damit von den institutionellen und professionellen Akteurinnen und Akteuren übervorteilt zu werden. Die Chancengleichheit ist demnach im besten Fall eine formale, aber keine reale. So ist es häufig überhaupt nur möglich, an bestimmte relevante Informationen zu gelangen, wenn gewisse Ressourcen zur Verfügung stehen, wie etwa Computer mitsamt schnellem Internet und Datenprovider. Abgesehen davon, dass derartige «Informationsvorsprünge» eine generelle Problematik wirtschaftlicher Aktivitäten darstellen, lässt sich dieser Nachteil reduzieren beziehungsweise eliminieren, wenn Kleinallegerinnen und Kleinalleger professionelle Dienstleistungen (zum Beispiel über Finanzdienstleister oder Investmentfonds) in Anspruch nehmen.

Die Inanspruchnahme von professionellen («institutionellen») Dienstleistungen kann also dazu beitragen, kleineren Anlegerinnen und Anlegern Chancengleichheit gegenüber grossen zu ermöglichen. Ein Problem stellen hierbei freilich absichtliche Falschberatung, Übervorteilung und Manipulation im Rahmen solcher Dienstleistungen dar. Über diese Problematik wurde bereits in den vorhergehenden Kapiteln diskutiert und es ist darauf hinzuweisen, dass es sich hierbei nicht um konstitutive Elemente des Börsenhandelns, sondern um unmoralische und grösstenteils illegale Aktivitäten handelt.

Die *Ex-post-Verteilungsgerechtigkeit beim Börsenhandeln* meint zum einen, dass die generierten Erträge unter den am Börsenhandeln beteiligten Akteurinnen und Akteuren und Akteursgruppen fair verteilt werden müssen und darüber hinaus, dass das Börsenhandeln - wie jede wirtschaftliche Tätigkeit - seine Legitimation nicht aus sich selbst, sondern aus seinem positiven Beitrag für die Gesellschaft als Ganzes erhält. Diese Rückbindung an das gesellschaftliche Wohl (vgl. Kapitel 2.1.2) ist aus ethischer Sicht eine zentrale Voraussetzung für die Legitimation des Börsenhandelns an sich. Hier geht es also um die Frage, ob die generierten Börsengewinne (aber auch die Börsenverluste) im Nachgang gerecht verteilt werden.

**Ex-ante-Verteilungsgerechtigkeit besteht dann, wenn alle die gleichen Möglichkeiten haben, sich am Börsenhandeln zu beteiligen und Gewinne zu erzielen.**

**Faktisch haben institutionelle und professionelle Anlegerinnen und Anleger gegenüber privaten oder nicht professionellen einen Informationsvorsprung und somit einen Vorteil beim Börsenhandeln.**

**«Kleinere» Anlegerinnen und Anleger können professionelle Dienstleistungen in Anspruch nehmen und sich so Chancengleichheit verschaffen.**

**Ex-post-Verteilungsgerechtigkeit besteht dann, wenn Börsengewinne und -verluste gerecht verteilt werden.**

An dieser Stelle lassen sich nun Überlegungen von John Rawls integrieren. Rawls geht bekanntlich von zwei Gerechtigkeitsgrundsätzen aus: «1. Jedermann soll gleiches Recht auf das umfangreichste System gleicher Grundfreiheiten haben, das mit dem gleichen System für alle anderen verträglich ist. 2. Soziale und wirtschaftliche Ungleichheiten sind so zu gestalten, dass (a) vernünftigerweise zu erwarten ist, dass sie zu jedermanns Vorteil dienen, und (b) sie mit Positionen und Ämtern verbunden sind, die jedem offen stehen.»<sup>31</sup> Das sogenannte besagt, dass Ungleichheiten durchaus möglich und wahrscheinlich sind, diese Ungleichheiten aber auf jeden Fall den gesellschaftlich am schlechtesten Gestellten zum Vorteil gereichen müssen. Diese Gruppe muss also von eventuellen Ungleichheiten profitieren, so dass am Ende «jeder besser dasteht»<sup>32</sup>. Mit diesem Prinzip möchte sich Rawls auch vom «klassischen Utilitarismus» unterscheiden, bei dem prinzipiell das grössere Wohl der grösseren Zahl von Individuen, also die Nutzenmaximierung auch auf dem Rücken der Schwächsten, ausgetragen werden könnte. Zentral für Rawls sind nun die Freiheit und die Chancengleichheit eines jeden Einzelnen. Für diese Prinzipien und Orientierungen haben nach Rawls auch Institutionen in modernen Staaten zu sorgen. Es geht um einen «Vorrang der Gerechtigkeit vor der Effizienz und der Freiheit vor sozialen und wirtschaftlichen Vorteilen».<sup>33</sup> Gemäss Rawls und anderen sind insbesondere starke negative Effekte für Bürgerinnen und Bürger durch das Börsenwirken entweder zu vermeiden oder zu kompensieren. Gerade hier scheinen sich nun aber eben grundlegende Probleme aufzuspannen, wenn und insofern das Börsenhandeln Ungleichheiten befördert, die dazu führen, dass auch wenig Begünstigte nicht davon profitieren (Differenzprinzip).

Aus ethischer Sicht ist dieser Befund ernst zu nehmen. Denn die generelle These, wonach (finanz-)wirtschaftliches Wachstum und höhere Unternehmensgewinne *automatisch* zu mehr Wohlstand bei *allen* Menschen führen (Trickle-down-Effekt), wird zunehmend - und mit guten Gründen - in Frage gestellt.

Verteilungsgerechtigkeit ist von zentraler Bedeutung für die Legitimität des Börsenhandelns an sich - sowohl in Bezug auf die Ex-ante als auch auf die Ex-post-Betrachtung. Von daher ist es naheliegend, dass auf der Makroebene der Staat einerseits einen ordnungsgemässen Börsenhandel nach bestimmten systemimmanenten Kriterien gewährleistet und andererseits dafür Sorge trägt, dass mittels einer wirksamen Besteuerung von Gewinnen aus dem Börsenhandeln ein gesellschaftlicher Ausgleich über staatliche Umverteilungsmechanismen geschaffen wird. Auf der Mesoebene sind die am Börsenhandeln beteiligten Unternehmen gefordert, Standards und Kontrollmechanismen zu garantieren, wonach die Regeln beim Börsenhandeln eingehalten werden und keine Anreize zur Regelüberschreitung oder Manipulation gegeben werden. Die Verantwortung

**Das Differenz- oder Unterschiedsprinzip von John Rawls besagt, dass Ungleichheiten in der Gesellschaft durchaus möglich und wahrscheinlich sind. Sie sollten aber auf jeden Fall den gesellschaftlich am schlechtesten Gestellten Vorteile bringen.**

**Gemäss Rawls hat unter anderem der Staat für Freiheit und Chancengleichheit jeder Einzelnen und jedes Einzelnen zu sorgen. Die stark negativen Effekte für Bürgerinnen und Bürger durch das Börsenwirken sind zu vermeiden oder zu kompensieren.**

**Börsenhandeln scheint Ungleichheiten zu fördern, die dazu führen, dass auch wenig Begünstigte nicht davon profitieren.**

**Der Staat, Unternehmen und einzelne Personen, die am Börsenhandeln beteiligt sind, müssen ihren Beitrag zur Verteilungsgerechtigkeit des Börsenhandelns leisten.**

**Der Staat muss einen ordnungsgemässen Börsenhandel gewährleisten und mit Steuern Gewinne aus dem Börsenhandeln umverteilen.**

<sup>31</sup> Rawls, John (1979): Eine Theorie der Gerechtigkeit (engl.: A Theory of Justice: 1971), stw 271, Frankfurt a. M., S. 81.

<sup>32</sup> Rawls, John (1979), ebda, S. 84.

<sup>33</sup> Rawls, John (1979), ebda, S. 294 (vgl. auch S. 336f).

der Unternehmen erschöpft sich jedoch nicht im Einhalten gesetzlicher (Mindest-)Standards, sondern geht darüber hinaus und macht zusätzliche Massnahmen zur Sozial-, Natur- und Kulturverträglichkeit von Unternehmensaktivitäten erforderlich. Auf der Mikroebene schliesslich ist daran zu erinnern, dass sich Gerechtigkeit nicht nur auf der staatlichen und institutionellen Ebene, sondern auch auf der individuellen Ebene realisiert. Insofern sind gerechte gesellschaftliche Zustände auch, wenn auch nicht ausschliesslich, eine Sache des richtigen Handelns von Individuen.<sup>34</sup> Jede Person trägt für ihr Entscheiden und Handeln Verantwortung und muss prinzipiell hierfür auch Rechenschaft ablegen. Insofern tragen auch einzelne Personen Verantwortung für ihre finanziellen Investitionsleistungen.

.....  
**Unternehmen, die am Börsenhandeln beteiligt sind, müssen garantieren, dass die Regeln eingehalten werden und dafür sorgen, dass ihre Tätigkeiten sozial-, natur- und kulturverträglich sind.**  
.....

.....  
**Auch einzelne Personen, die am Börsenhandeln beteiligt sind, tragen Verantwortung für ihr Tun und müssen dies erkennen.**  
.....

---

<sup>34</sup> Vgl. hierzu die CRIC-Definition verantwortlich Investierender, welche die Möglichkeiten und Grenzen der Verantwortung von Investorinnen und Investoren zum Thema hat und zum Beispiel ausführt, dass Investorinnen und Investoren den Raum der Moral betreten: <http://www.cric-online.org/ethischinvestieren/begriffsdefinition>.

## 3 EMPFEHLUNGEN

Die nachfolgenden Empfehlungen bauen auf der vorausgehenden ökonomischen und ethischen Analyse des Börsenhandelns auf und bieten Ansatzpunkte für eine weiterführende Diskussion verantwortlichen Börsenhandelns. Sie beziehen sich auf die aktuelle finanzwirtschaftliche Praxis und richten sich an Akteurinnen und Akteure des Börsenhandelns, die zu einem fairen und gemeinwohlfördernden Börsenhandeln beitragen wollen.

Die Empfehlungen beziehen sich auf die Makro-, Meso und Mikroebene des Börsenhandelns. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese Ebenen miteinander vielfach verschränkt und aufeinander bezogen sind.

### 3.1 Empfehlungen auf der Makroebene

- a) Aufbau und Training der ethischen Reflexionskompetenz in Bezug auf die Reform des Finanzmarktes: Die insbesondere im Zuge der Finanzkrise einsetzende Diskussion zur Reform des Finanzmarktes hat einen grossen Umfang und einen hohen Komplexitätsgrad erreicht. Es ist wichtig zu verstehen, wie der Finanzmarkt funktioniert und welche Kräfte dabei wirken. Darüber hinaus ist aber entscheidend, die Auswirkungen auf Gesellschaft und Umwelt zu erkennen und ethisch zu reflektieren. Insofern ist es wichtig, nicht nur laufend das Wissen über die finanzwirtschaftliche Praxis zu erweitern, sondern auch die Kompetenz der ethischen Reflexion aufzubauen und zu trainieren.
  
- b) Partizipation an der Gestaltung des Börsenhandelns und des Finanzsystems: Darauf aufbauend ist es wichtig, sich als Akteurin oder Akteur des Börsenhandelns auch am öffentlichen Diskurs zur Reform und Gestaltung des Börsenhandelns und des Finanzsystems zu beteiligen. Auf der Makroebene geht es dabei um die Frage, wie Regulierung und Aufsicht dazu beitragen können, einerseits Gesellschaft und Umwelt vor den negativen Auswirkungen des Börsenhandelns zu schützen und andererseits alle Menschen an den Erträgen des Börsenhandelns - etwa durch eine entsprechende Besteuerung und Umverteilung der beim Börsenhandeln erzielten Gewinne - teilhaben zu lassen.

.....  
**Es ist wichtig zu verstehen, wie der Finanzmarkt funktioniert und welche Auswirkungen er auf Gesellschaft und Umwelt hat. Dafür sollen die nötigen Kompetenzen aufgebaut und trainiert werden.**  
.....

.....  
**Akteurinnen und Akteure, die am Börsenhandeln beteiligt sind, sollen sich am öffentlichen Diskurs zur Gestaltung des Börsenhandelns und des Finanzsystems beteiligen.**  
.....

Im Zuge der Finanzkrise wurden Vorschläge für eine Reform des Finanzsystems entwickelt. Diese betreffen zum Beispiel die Eigenkapitalausstattung der Akteurinnen und Akteure des Finanzmarktes, Haftungsregeln, das Trennbankensystem, die Schliessung von Steueroasen oder Zulassungsverfahren für Finanzprodukte oder Handelsmethoden ebenso wie die Besteuerung von Finanztransaktionen. Zu all diesen

Vorschlägen gilt es, eine begründete Stellung zu beziehen und entsprechend zu vertreten beziehungsweise Netzwerke zu unterstützen oder sich an Initiativen zu beteiligen, die Reformvorschläge ausarbeiten und vorantreiben wollen.

### 3.2 Empfehlungen auf der Mesebene

- c) Ethische Reflexion der eigenen Rolle beim Börsenhandeln und als Akteurin/Akteur des Finanzmarktes: Die Auseinandersetzung mit Fragen zu einem verantwortlichen Börsenhandel setzt voraus, sich über die eigene Rolle als Akteur des Börsenhandelns und des Finanzsystems nicht nur in ökonomischer, sondern vor allem auch in ethischer Hinsicht bewusst zu werden. Insofern kann sich die Inanspruchnahme einer vertiefenden Ethikbegleitung oder -beratung als hilfreich erweisen, um zum Beispiel die eigene Rolle und gesellschaftliche Funktion als Finanzdienstleister zu reflektieren. Darüber hinaus kann eine solche Ethikbegleitung oder -beratung dazu dienen, verschiedene Ethikansätze oder Vorstellungen des «Guten» und «Gerechten» differenziert beurteilen und berücksichtigen zu können. So ist zum Beispiel Verteilungsgerechtigkeit zwar eine zentrale Grösse des Gerechtigkeitsdiskurses zum Börsenhandeln, die aber durch andere Gerechtigkeitsaspekte – wie zum Beispiel die Leistungsgerechtigkeit – zu ergänzen ist.
- d) Beteiligungsmöglichkeiten für kleinere und weniger professionelle Investorinnen und Investoren am Börsenhandeln: Dass die Vorteile und Erträge des Börsenhandelns allen Menschen und damit nicht nur wenigen direkt beteiligten Akteurinnen und Akteuren zugutekommen, ist eine zentrale Voraussetzung für die Legitimität des Börsenhandelns. Finanzdienstleister können dazu beitragen, dass sich alle Investorinnen und Investoren – auch jene, die über nur kleine Geldvermögen verfügen und nicht professionell organisiert sind – am Börsenhandeln beteiligen können, indem sie kostengünstige, leistungsfähige und ethisch verantwortliche Produkte entwickeln und entsprechende Dienstleistungen anbieten.
- e) Massnahmen zur Förderung verantwortlichen Handelns: Akteurinnen und Akteure des Börsenhandelns können auch dadurch einen positiven Beitrag leisten, indem sie über das gesetzlich Geforderte hinausgehen und Massnahmen setzen, die dazu beitragen, dass Fehlverhalten von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern vermieden wird. Neben erhöhten Kontroll- und Sorgfaltspflichten können und sollten das auch Massnahmen sein, die dazu beitragen, Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter zum verantwortlichen Handeln zu motivieren. Das kann die Förderung einer Unternehmenskultur betreffen, in der transparent und offen kommuniziert wird und in der Kritik positiv aufgefasst wird. Das können Anreizsysteme sein,

.....  
**Ethikberatungen sollen Finanzdienstleistern helfen, der eigenen Rolle beim Börsenhandeln aus ethischer Sicht bewusst zu werden.**  
.....

.....  
**Finanzdienstleister sollen Produkte anbieten, mit denen sich auch kleinere und weniger professionelle Investorinnen und Investoren am Börsenhandeln beteiligen können.**  
.....

.....  
**Verantwortliches Handeln an der Börse soll mit erhöhten Kontroll- und Sorgfaltspflichten gefördert werden. Zudem sollte auch eine Unternehmenskultur geschaffen werden, in der transparent kommuniziert wird und Kritik positiv aufgefasst wird.**  
.....



die Menschen dazu motivieren, transparent, ehrlich und verantwortlich zu agieren. Das können aber auch Massnahmen sein, die dazu beitragen, dass für Karrierewege in Unternehmen der Finanzwirtschaft nicht nur die fachliche Qualifikation, sondern auch die moralische Kompetenz von Menschen entscheidend ist.

### 3.3 Empfehlungen auf der Mikroebene

- f) Entwicklung und Förderung von Berufstugenden: Faires und gemeinwohlorientiertes Börsenhandeln realisiert sich nicht nur infolge von Massnahmen auf internationaler, staatlicher oder unternehmerischer Ebene, sondern auch und insbesondere aus dem Handeln der am Börsenhandeln beteiligten Individuen. Die am Börsenhandeln beteiligten Personen sind deshalb gefordert, ihre Verantwortung zu erkennen und wahrzunehmen. In diesem Sinn ist es wichtig, sich nicht nur fachlich, sondern auch moralisch weiterzubilden beziehungsweise weiterzuentwickeln und Tugenden des verantwortlichen Börsenhandelns wie zum Beispiel Transparenz, Ehrlichkeit, Kritikfähigkeit und Verlässlichkeit zu leben.
- g) Individuelle Mitverantwortung für das System Börsenhandeln: Dass das Börsenhandeln auch negative Auswirkungen auf Gesellschaft und Umwelt hat, liegt auch daran, dass Verantwortung in modernen Organisationsstrukturen häufig in Verantwortungsbereiche aufgeteilt wird und somit das Bewusstsein für eine individuelle Mitverantwortung bei komplexen Geschäftsabläufe oft verloren geht. Bei aller Berechtigung für die Begrenzung von Verantwortung in komplexen Strukturen und Abläufen und eingedenk des Problems der moralischen Überforderung von Individuen ist es dennoch wichtig, dafür Sorge zu tragen, dass die Individuen sich als Teil eines Ganzen begreifen und dementsprechend Mitverantwortung für das System Börsenhandeln übernehmen.
- h) Investorenbegleitung: Nicht zu vergessen sind die Investorinnen und Investoren, ohne die das Börsenhandeln letztlich nicht denkbar ist und die oft auch unmittelbare Akteurinnen und Akteure des Börsenhandelns sind. Ihre Kompetenz zur Identifizierung und Beurteilung zentraler Herausforderungen und Probleme des Börsenhandelns kann ein Schlüssel zur Realisierung eines fairen und gemeinwohlorientierten Börsenhandelns sein und ist deshalb zu fördern und zu entwickeln.

.....  
**Alle Personen, die am Börsenhandeln beteiligt sind, sollen Tugenden des verantwortlichen Börsenhandelns entwickeln und leben.**  
.....

.....  
**Alle Personen, die am Börsenhandeln beteiligt sind, sollen ihre individuelle Mitverantwortung für das ganze System erkennen und übernehmen.**  
.....

.....  
**Damit Börsenhandeln fair und gemeinwohlorientiert ist, sollen Investorinnen und Investoren dessen zentrale Herausforderungen erkennen und beurteilen können.**  
.....

# TEIL 2: REPLIK ABS



Die Alternative Bank Schweiz (ABS) hat eine lange Tradition in der kritischen Auseinandersetzung mit dem Thema Spekulation und der Reflexion dazu. Wir erheben in unserer Mission den Anspruch, in die Realwirtschaft zu investieren, und verzichten auf Gewinnmaximierung. Im Zuge der Einführung einer professionellen Vermögensverwaltung fand als Beispiel zusammen mit unserem externen wissenschaftlichen Berater Prof. Dr. Christian Arnsperger, Universität Lausanne, eine kritische Begleitung statt. Auch die externe Ethikkontrolle der ABS in Person von Dr. Ulrich Thielemann befasste sich in seinem Ethikbericht aus dem Jahr 2014 kritisch mit unserem Anlagegeschäft. Unsere Diskussionen zur Spekulation führten uns vom Thema der Spekulation zum generelleren Thema der Börsenethik. An ihrer Sitzung vom 4. Februar 2015 hat sich die Geschäftsleitung der ABS entschieden, eine Studie zu veranlassen, die das Handeln an Börsen durch eine versierte Organisation ethisch reflektieren sollte.

Das Corporate Responsibility Interface Center (CRIC) e. V. in Frankfurt am Main erhielt die Anfrage, aufgrund seines Erfahrungswissens die Börse einer ethischen Analyse zu unterziehen. Das Thema wurde aufgrund seiner Breite im Vorfeld auf gewisse Anlageinstrumente eingegrenzt. So wurde etwa der Handel mit Derivaten ausgeblendet, da Derivate bei der ABS nur äusserst begrenzt zu Absicherungszwecken eingesetzt werden. Es war nicht Auftrag an CRIC, sich bei seinen Überlegungen in die Rolle einer sozial und ökologisch orientierten Bank hineinzusetzen. Dies ist vielmehr das Ziel der vorliegenden Replik, die darauf abzielt, die CRIC-Studie wiederum aus der ABS-Perspektive kritisch zu beurteilen und dementsprechend ihren Inhalt womöglich zu nuancieren oder zu ergänzen.

CRIC unterteilt die Analyse und Beurteilung in zwei Teile. Die ökonomische Analyse im ersten Teil enthält eine Beschreibung der Wertpapierbörse vor dem Hintergrund des ökonomischen Standardmodells und den der Ökonomie eigenen wert-normativen Auffassungen. Im zweiten Teil der Studie folgt eine ethische Analyse des Börsenhandelns in den aus Sicht des CRIC relevanten ethischen Problemfeldern. Insofern der zweite Teil den ersten reflektiert, können Aussagen, die vermittels dem ökonomischen Standardrepertoire getroffen werden, im Zuge der ethischen Analyse revidiert werden.

Wir konzentrieren uns in unserer Replik auf Aussagen zu folgenden Themen:

- die effiziente Kapitalallokation an Börsen
- die Risikoübernahme beziehungsweise die Zurverfügungstellung von Kapital
- Spekulation beziehungsweise der Zeithorizont von Wertschriftentransaktionen
- Aspekte der Verteilungsgerechtigkeit

Die Herausforderung einer ethischen Analyse der Börse liegt unter anderem darin, ethische Probleme den jeweiligen Verursachern zuzuordnen. Viele der routinemässig mit Börsenhandeln in Verbindung gebrachten negativen Auswirkungen haben ihren strukturellen Ursprung in Wirklichkeit an anderer Stelle. So stellen etwa kritische Stimmen fest, dass Unternehmen unter Druck stehen, ihre Gewinne zu maximieren. Dieser Druck kann sicherlich durch die kurzfristige Profitorientierung seitens der Anlegerinnen und Anleger bestärkt werden. Er ist aber letztlich mit der Marktwirtschaft und einer zunehmenden Wettbewerbsintensität durch Globalisierung verknüpft. Was sind also die ethischen Probleme, die ursprünglich mit der Wertschriftenbörse verbunden sind?

## **EFFIZIENTE ALLOKATION UND RISIKOÜBERNAHME**

Eine wichtige ökonomische Funktion der Börsen ist es, wie in der CRIC-Studie dargelegt, für eine optimale Allokation von Kapital zu sorgen. Börsen erbringen diese Leistung nur mit starken Verzerrungen. Ein wesentlicher Grund hierfür ist ausserhalb des Börsensystems zu suchen - nämlich im Preisbildungsmechanismus. Der Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage erfolgt in Marktwirtschaften meistens über den Preis. Der Preismechanismus funktioniert allerdings häufig - wenn nicht systematisch - unvollständig. Es bestehen sogenannte negative externe Effekte die bei der Preisbildung selten berücksichtigt werden. Unter einem negativen externen Effekt verstehen wir Kosten für die Nutzung von Gütern, für die niemand (ausreichend) bezahlt. Als Beispiele können Luft- und Gewässerverschmutzungen genannt werden. Es handelt sich dabei um eine Form des sogenannten «Marktversagens». In denjenigen Branchen, in denen externe Kosten nicht internalisiert werden, sind die Gewinne in der Tendenz entsprechend zu hoch. Die Beurteilung von Wertschriften an den Börsen basiert somit auf stark verzerrten Informationen und führt in der Folge zu einer - zumindest aus sozial-ökologischer Sicht - Fehlallokation von Kapital. Eine wichtige Funktion in der Analyse von Unternehmen durch Anlegerinnen und Anleger und Investorinnen und Investoren besteht somit darin, negative externe Effekte zu identifizieren und in die Beurteilung einfließen zu lassen. Das Anlageziel sozial-ökologisch orientierter Investorinnen und Investoren geht somit über das rein finanzielle Interesse hinaus und stellt ein Korrektiv zum Marktversagen und der reinen Renditemaximierung dar.

Wir anerkennen die Risikoübernahme von Anlegerinnen und Anlegern als eine wichtige Leistung in einer kapitalistischen Marktwirtschaft. In der ökonomischen Analyse stellt dieser Punkt eine wesentliche Erkenntnis dar. Allerdings ist es uns ein Anliegen, an dieser Stelle eine Formulierung von CRIC zu präzisieren: «... die Leistung... besteht [darin], dass die Investorinnen und Investoren ihr Kapital zur Verfügung stellen und ein Risiko übernehmen.» Die Investorinnen und Investoren stellen ihr Kapital in einem Sekundärmarkt nicht einem Unternehmen zur Verfügung, sondern den Personen, die eine Aktie verkaufen. Sie nehmen jedoch indirekt Einfluss auf die Refinanzierungskonditionen von Unternehmen, indem sie durch den Kauf von Aktientiteln es einer Firma ermöglicht, künftiges Eigenkapital relativ «günstig» zu erwerben. Diese Unterscheidung zwischen direktem (Primärmarkt) und indirektem (Sekundärmarkt) Einfluss erscheint uns daher wichtig, da von Befürworterinnen und Befürwortern ethischer Geldanlagen des Öfteren der Eindruck erweckt wird - klammert man an dieser Stelle die Wahrnehmung von Aktionärsrechten einmal aus - dass Anlegerinnen und Anleger direkt etwas Gutes bewirken.

## **SPEKULATION**

Wenden wir uns nun dem Thema «Spekulation» zu. Spekulation ist im Volksmund ein weitgehend negativ besetzter Begriff. Wenn die Spekulation an Wertpapierbörsen kritisiert wird, dann handelt die Kritik einerseits von Blasenbildung fern realwirtschaftlicher Entwicklungen, andererseits von kurzfristiger Renditeorientierung.

### **1. Kurzfristigkeit**

Während CRIC in Bezug auf die Blasenbildung in der Tat auf deren negative volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Konsequenzen verweist, scheint der Zeithorizont der Investorinnen und Investoren in der Analyse von CRIC keine Rolle zu spielen. Die Kurzfristigkeit ist, könnte man meinen, moralisch nicht zu missbilligen. Zu Recht?

Wir erkennen an dieser Stelle einen Zielkonflikt für sozial-ökologisch orientierte Anlegerinnen und Anleger. Aktien verleihen ihren Besitzerinnen und Besitzern Mitwirkungsrechte. Ähnlich wie in einer direkten Demokratie erachten wir als ABS es als Tugend, diese Rechte auszuüben und sich darüber hinaus bei investierten Unternehmen zu engagieren (Unternehmensdialog), um erkannte Missstände zu korrigieren. Darin manifestiert sich ein in sich getragenes Interesse an der jeweiligen Anlage, das über den Einbezug ethischer, sozialer und ökologischer Kriterien in der Unternehmensanalyse hinausgeht. Die ist ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal zum rein finanziell orientierten Anlegertypus.

Wir erkennen darin auch einen zu selten hervorgehobenen Vorteil von Sekundärmärkten: Sie ermöglichen erst die breite Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik und eröffnen Investorinnen und Investoren Handlungsoptionen. Das ist insbesondere deswegen wichtig, weil wir uns immer wieder in Erinnerung rufen sollten, dass globale Rahmenordnungen – zum Beispiel in Bezug auf die Wahrung von Sozial- und Umweltstandards – unvollständig sind und nationale Regulierungen global umgangen werden können. Ein Unternehmensdialog benötigt jedoch Zeit, was in Konkurrenz zum Ziel der laufenden Werterhaltung der investierten Vermögen treten kann: das Begehren nach unmittelbarem Gewinn übertrumpft meistens die Bereitschaft zu langwieriger Mitsprache. Ein kurzfristiger Zeithorizont von Anlegerinnen und Anlegern spielt damit insofern eine Rolle, als dass Aktionärsrechte nicht mehr wahrgenommen werden und das Motiv, aktiv einen Wandel herbeizuführen, in den Hintergrund tritt. Hinzu kommt, dass massenhaft kurzfristig orientierte Finanzmarktakteurinnen und -akteure das Unternehmensmanagement dazu verleiten können, seinen Zeithorizont zu Ungunsten sozialer und ökologischer Engagements zu verkürzen.

## 2. Schädigung Nichtbeteiligter

Wir schliessen uns der Beurteilung von CRIC an, dass Börsenspekulationen moralisch zu missbilligen sind, besonders dann, wenn Personen oder Kollektive, die an der Spekulation überhaupt nicht beteiligt sind, geschädigt werden. Dies ist nicht nur, aber insbesondere dann der Fall, wenn Spekulationsblasen platzen und zu Verwerfungen an den Finanzmärkten und in der Folge in der Realwirtschaft führen.

Dennoch ist die Privatisierung von Gewinnen und die Sozialisierung von Verlusten keine ausschliessliche Eigenschaft der Börsen. Auch in nicht-kotierten Unternehmen kann diese Form der Ungleichbehandlung vorkommen. Die von CRIC formulierte generelle Regel, wonach eine Spekulation dann moralisch zulässig ist, wenn die Kosten einer fehlgeschlagenen Spekulation von den Spekulantinnen und Spekulanten selbst getragen werden und nicht auf Unbeteiligte überwältigt werden, halten wir allerdings für nicht praktikabel beziehungsweise allzu vielfältig auslegbar. Wird unter «Kosten» im engen Sinn der einzig mit dem Investment selbst verbundene, rein finanzielle Verlust verstanden, ist die Regel immer wahr und Spekulation wird unproblematisch. Werden unter Kosten im viel breiteren Sinn negative Konsequenzen für am Börsengeschehen Nichtbeteiligte verstanden, ist insbesondere mit Blick auf die Tendenz zur Blasenbildung an Wertschriftenmärkten praktisch jegliche Form der Spekulation zu missbilligen. Denn Blasen platzen buchstäblich nie, ohne dass es irgendwelche Konsequenzen für Dritte gäbe. Darüber hinaus bezweifeln wir, dass das Problem nur bei sogenannten «fehlgeschlagener» Spekulation liegt, denn auch «geglückte» Spekulation (das heisst, die Realisierung der geplanten Kursgewinne) kann zu negativen sozialen und ökologischen Folgen führen, etwa im Falle von Umweltverschmutzung oder betriebswirtschaftlich ungerechtfertigtem Arbeitsplatzabbau.

## GERECHTE VERTEILUNG

Die Legitimation für Börsenhandeln ergibt sich, wie CRIC unseres Erachtens richtig feststellt, aus seinem positiven Beitrag für die Gesellschaft als Ganzes. Dabei geht es aber nicht nur darum, dass die generierten Erträge unter den am Börsenhandeln beteiligten Akteurinnen und Akteuren und Akteursgruppen fair verteilt werden müssen, sondern generell, dass die positiven und negativen Effekte gerecht auf alle fallen, die von diesen Effekten betroffen sind. Dies bedeutet, dass wir den Fokus von den direkt am Börsenhandeln Beteiligten erweitern und eine allgemeine Güterabwägung vornehmen müssen.

Negative Effekte liessen sich laut der CRIC-Studie dadurch abschwächen, indem hinsichtlich auf Vermögen und Informationsstand benachteiligte Gruppen an den positiven Renditeentwicklungen in einer verantwortlichen Art und Weise partizipieren könnten. Dadurch ergibt sich, so das Argument, eine breitere Diversifikation der erzielten Einkommen ökonomisch schwacher Bevölkerungsschichten. Wie ist aber in einer Güterabwägung mit den volkswirtschaftlichen Schäden zu verfahren, die durch das Platzen von Blasen erzeugt werden? Überwiegen die geschilderten positiven Effekte der Börsen die verursachten Schäden? Diese Frage kann im Rahmen der vorliegenden Studie nicht beantwortet werden. Wir schliessen uns aber der Idee an, dass mittels einer wirksamen Besteuerung von Gewinnen aus dem Börsenhandeln ein gesellschaftlicher Ausgleich über staatliche Umverteilungsmechanismen geschaffen werden sollte. Ungeklärt bleibt jedoch die Frage, ob eine solche Besteuerung nur dann wirksam ist, wenn sie so gering bleibt dass sie nicht dazu führt, dass Investorinnen und Investoren ihr Geld anderswo anlegen. Sozial-ökologisch orientierte Investorinnen und Investoren würden vermutlich eine höhere Besteuerung befürworten, zumal sie ja Überlegungen zur sozialen Gerechtigkeit persönlich in ihre Investmentstrategien miteinbeziehen. Demnach könnten mehr sozial-ökologische Börsenanlagen, falls eine solche Besteuerung eingeführt wird, zu mehr sozialer Gerechtigkeit führen, als dies in einem konventionellen Anlageuniversum der Fall ist.

## EMPFEHLUNGEN

CRIC entwirft in der vorliegenden Studie verschiedene, relativ allgemeine Empfehlungen. Wir schliessen uns ihnen an.

Auf der Meso-Ebene könnte ergänzt werden, dass Börsen durch Transparenzanforderungen hinsichtlich ökologischer und sozialer Aspekte der Unternehmenstätigkeiten durchaus eine aktivere Rolle spielen könnten, wie dies an verschiedenen Börsen insbesondere in Schwellenländern heute bereits der Fall ist. Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass insbesondere hinsichtlich der Aussage, dass ethische Geldanlagen eine positive Wirkung auf die Unternehmen ausüben, die empirische Grundlage noch zu dünn ist. Wir fänden es zudem interessant, uns eine hypothetische Welt ohne Sekundärmärkte vorzustellen, und uns dann zu fragen, welche der beiden Welten – die heute bestehende oder die hypothetische – einen besseren Beitrag zu einer Postwachstumsökonomie<sup>1</sup> zu leisten imstande wäre.

Auf der Mikro-Ebene erkennen wir die Förderung der ethischen Reflexionskompetenz als eine wichtige Aufgabe an. Wir sehen die vorliegende Studie als einen Beitrag, der die kritische Auseinandersetzung in Bezug auf die Finanzmärkte und die Rolle ethischer Geldanlagen fördert. Wir wollen damit der ABS in dieser Diskussion eine hörbare Stimme geben.

---

<sup>1</sup> Als Postwachstumsökonomie wird eine Wirtschaft bezeichnet, die ohne Wachstum des Bruttoinlandsprodukts auskommt und trotzdem stabile Versorgungsstrukturen verfügt. Diese gehen aber mit einem vergleichsweise reduzierten Konsumniveau einher.



**ALTERNATIVE  
BANK  
SCHWEIZ**

Anders als Andere.

Alternative Bank Schweiz AG  
Amthausquai 21  
Postfach  
4601 Olten  
T 062 206 16 16  
F 062 206 16 17  
contact@abs.ch  
www.abs.ch

Alternative Bank Schweiz AG  
Beratungszentrum Zürich  
Kalkbreitestrasse 10  
Postfach  
8036 Zürich  
T 044 279 72 00  
F 044 279 72 09  
zuerich@abs.ch  
www.abs.ch

Unsere Öffnungszeiten finden Sie  
auf [www.abs.ch](http://www.abs.ch)

Banque Alternative Suisse SA  
Rue du Port-Franc 11  
Case postale 161  
1001 Lausanne  
T 021 319 91 00  
F 021 319 91 09  
contact@bas.ch  
www.bas.ch

Banque Alternative Suisse SA  
Bureau genevois d'information  
Rue de Berne 10  
1201 Genève  
T 022 800 17 15  
F 022 800 17 12  
geneve@bas.ch  
www.bas.ch

Vous trouverez nos heures d'ouvertures  
sur [www.bas.ch](http://www.bas.ch)