



Ethik-Kontrollstelle
der Alternativen Bank Schweiz

Revisionsbericht 2013
Die Vereinbarkeit des
Ausbaus des Anlagegeschäfts
mit der ABS-Idee

Ulrich Thielemann
Berlin, 14. Januar 2014

1. EINLEITUNG	3
2. WARUM DAS ANLAGEGESCHÄFT AUSBAUEN?	4
3. DIE ETHISCHE WIRKKRAFT DES ANLAGEGESCHÄFTS: DIE «IMPACT»-FRAGE	7
3.1 Was ist «Impact Investment»?	7
3.2 Formen des «Impacts»	8
3.3 Gibt es einen «indirekten Impact» durch den Wertpapierhandel?.....	10
3.4 Die symbolische Bedeutung des Ratings – jenseits des «Impacts»	14
3.5 Auswege aus dem Dilemma	19
a) Stärkung des direkten Impacts	19
b) Mehr «Impact» durch Aktionärsaktivismus?	21
4. SPEKULATION, BLASENBILDUNG UND ANLAGENOTSTAND – ETHIK DES SEKUNDÄRMARKTES	23
4.1 Was ist und was spricht gegen «Spekulation»?	24
4.2 Dient das Anlagegeschäft der Blasenbildung?.....	26
4.3 Bietet der Sekundärmarkt einen Ausweg aus dem Anlagenotstand?	29
4.4 Das ABS-Anlagegeschäft jenseits spekulativer Blasenbildung	31
5. FAZIT UND EMPFEHLUNGEN	34
6. ERGEBNISPROTOKOLL AUSGEWÄHLTER WEITERER UNTERSUCHUNGSFELDER DES ANLAGEGESCHÄFTS	37
7. LITERATUR.....	38

1. Einleitung

Im Jahre 2007 ist die ABS in das Anlagegeschäft eingestiegen. Seit dieser Zeit ist die ABS keine reine Kreditbank mehr, die ihre Erträge aus dem Zinsdifferenzgeschäft generiert, sondern ist auch im Kommissionsgeschäft tätig. Wachsende Anteile des Bruttogewinns werden im ausserbilanziellen Kommissionsgeschäft erzielt. So stieg der Anteil von 16% im Jahre 2012 auf 21% im Jahre 2013. Dabei ist allerdings fraglich, ob das Kommissionsgeschäft derzeit tatsächlich seine Gesamtkosten deckt. Der Umfang des betreuten Anlagevermögens wuchs im Jahre 2013 massiv um 25,7%, von 167 Mio. auf 210 Mio. Franken.

Der Ausbau des Anlagegeschäfts verdankt sich einer bewussten Entscheidung, die im Zusammenhang der Wachstumsstrategie zu sehen ist.¹ So ist der Ausbau Teil der ABS-Strategie 2012–2016: «Das ABS-Anlagegeschäft soll sich zu einem weiteren wirtschaftlichen Standbein entwickeln und stärker zum Gesamtergebnis der Bank beitragen.»² Diese Vorgabe wurde zu einer Teilstrategie Anlegen weiterentwickelt, in der es heisst: «Wir nutzen die Gunst des Marktes und wollen daher unser Anlagegeschäft rasch ausbauen.»³

Stärkt der Ausbau des Anlagegeschäfts das ethische Profil der ABS, oder schwächt er dieses möglicherweise? Und wie muss der Ausbau gestaltet werden, damit das Anlagegeschäft die ethische Wirkkraft der ABS möglichst stärkt? Diesen Fragen wurde bereits im Bericht der Ethik-Kontrollstelle 2006 nachgegangen, in dem das ABS-Anlagegeschäft in seinen Anfängen und konzeptionellen Vorüberlegungen ethisch beleuchtet wurde.⁴ Nach sieben Jahren des steten und des weiter forcierten Ausbaus – dieser betrifft derzeit insbesondere die Einführung von Vermögensverwaltungsmandaten im Jahre 2014 – sollen die obigen Fragen erneut an das Anlagegeschäft herangetragen werden.

Dazu ist zunächst nach den Begründungen zu fragen, die für den Ausbau ins Feld geführt werden. Handelt es sich um ethisch gute Gründe? (Abschnitt 2)

Im Zentrum der ethisch-kritischen Untersuchung sollen zwei Themenkreise stehen, da diese als zentral für die Beurteilung des Anlagegeschäfts angesehen werden. Zum einen die Frage, inwieweit durch das Anlagegeschäft der ethische Wirkkreis der ABS erhöht wird bzw. werden kann. Dies wurde im Ethikbericht 2006 bejaht, bedarf aber einer erneuten Diskussion (Abschnitt 3). Dieser Themenkreis wird innerhalb der ABS unter dem Stichwort «Impact» thematisiert.

Zum anderen, und damit zusammenhängend, soll der Frage nachgegangen werden, ob das Anlagegeschäft, welches sich im Wesentlichen in Form eines ausser-

¹ Vgl. Ethikbericht 2012, S. 23.

² Geschäftsbericht 2011, S. 7.

³ Teilstrategien, 2012, S. 5.

⁴ Vgl. Ethikbericht 2006.

bilanziellen Wertpapierhandelsgeschäfts vollzieht, den allgemeinen sowie den ABS-spezifischen Anlagenotstand überwinden helfen kann oder ob es lediglich zur Blasenbildung vermittels «spekulativer» Wertpapierhandelsgeschäfte beiträgt, wobei wiederum zu fragen ist, wie Letzteres ethisch zu beurteilen wäre (Abschnitt 4).

Weitere Themenkreise wurden untersucht. Die Ergebnisse der Prüfung werden in Abschnitt 5 aus Kapazitätsgründen nur knapp zusammengefasst.

Um das Meinungsbild zu diesen Fragen innerhalb der Bank einzufangen, wurden Gespräche mit insgesamt acht Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern verschiedener Führungsebenen der ABS geführt, vor allem solche, deren Aufgabenfelder direkt oder indirekt das Anlagegeschäft betreffen. Hierzu zählen auch zwei Mitglieder der Geschäftsleitung sowie eine Mitarbeiterin aus der Romandie. Um möglichst vorbehaltlose Stellungnahmen zu erhalten und aus Gründen des Persönlichkeitsschutzes werden die Aussagen der Befragten im Folgenden anonym wiedergegeben und durch Kürzel (MA1, MA2 usw.) markiert. Überdies wurden der Ethik-Kontrollstelle zahlreiche Dokumente der ABS zur Verfügung gestellt.

2. Warum das Anlagegeschäft ausbauen?

Ebenso wie bereits beim Einstieg in das Anlagegeschäft⁵ sind auch heute die dominanten Gründe des Ausbaus des Anlagegeschäfts finanzökonomischer Natur: «Das Anlagegeschäft wird primär aus finanziellen Überlegungen ausgebaut», meint etwa MA5. Dabei ist allerdings zwischen finanzökonomischen Überlegungen der ABS selbst (Pull-Faktoren) und solchen der Kundschaft (Push-Faktoren) zu unterscheiden (MA4).

Der wesentliche, manifeste Pull-Faktor ist im Anlagenotstand zu erblicken.⁶ Die ABS baut das Anlagegeschäft aus, unter anderem weil sie «über zu viele Passivgelder verfügt» (MA3). Die «Überschussliquidität» beträgt derzeit etwa 300 Mio. Franken (MA4). MA3 schätzt den Umfang des «Passivüberhangs» auf 40% der Bilanzsumme. Mit dem Ausbau des Anlagegeschäfts möchte sich die ABS von der Abhängigkeit der historisch tiefen Zinsen ein Stück weit lösen, um so «die ABS auf ein zweites Standbein zu stellen» (MA4). Man muss dabei sehen, dass die im Anlagegeschäft erzielbaren Erträge zins- und renditeunabhängig anfallen, da die Kommissionen prozentual auf das betreute Anlagevermögen erhoben werden; hinzu kommen Honorare für Beratungsdienstleistungen auf Stundenbasis. Angesichts des hohen Anteils sozusagen überschüssiger Geldbestände innerhalb einer reifen - und reichen - Volkswirtschaft, die, jedenfalls aktuell, nicht für Konsumzwecke benötigt werden, angesichts der vielen Vermögenden innerhalb der Schweiz also, von denen einige zumindest eine gewisse «ABS-Affinität» haben - die ABS

⁵ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 8 f.

⁶ Vgl. bereits Ethikbericht 2012, S. 17 f. Bloss manifest ist dieser Zusammenhang, da es ja wiederum äussere Umstände sind, nämlich das Tiefzinsumfeld, welche die ABS zum „Ziehen“ der Kundschaft hin zum Anlagegeschäft nötigt.

schätzt den Umfang auf 150' 000 Personen⁷ -, handelt es sich also, zumindest potenziell, um eine, zumindest auf absehbare Zeit, einigermaßen krisensichere Ertragsquelle für die ABS und ihr Geschäftsmodell. MA5 schätzt diesen Grund als «ziemlich ausschlaggebend» für den Ausbau des Anlagegeschäfts ein. Das Anlage- bzw. Kommissionsgeschäft bietet, angesichts des schwieriger gewordenen Zinsdifferenzgeschäfts, für die ABS insgesamt ein Mehr an «Ertragssicherheit» (MA7).

Der Push-Faktor besteht im «Verlangen auf Seiten der Kundschaft nach Anlageprodukten» (MA1). Dabei handelt es sich um eine «Dynamik, der sich die ABS nur schwer verschliessen kann» (MA1). Auch auf Seiten der Geld bringenden Kundschaft nämlich sind die sinkenden Zinsen selbstverständlich zu spüren. «Die Kunden möchten mehr als nur Sparprodukte, sie möchten mehr als nur 1% Rendite bekommen. Sie möchten Aktien und Obligationen», und sie üben diesbezüglich «einen gewissen Druck» auf die ABS aus (MA2). Auch um die bestehende Kundschaft zu halten, sei das Anlagegeschäft auszubauen; denn ansonsten würden «Hindernisse bei der Kundschaft» aufgebaut, nämlich dafür, bei der ABS zu verbleiben (MA5). Auch um das Zinsdifferenzgeschäft nicht zu gefährden, sei also die Etablierung eines einigermaßen umfassenden Anlagegeschäfts unerlässlich. Die Kundschaft erwarte «umfassende Bankdienstleistungen», neben Spareinlagen also die Möglichkeit, «Geld anzulegen» (MA3).

Einigermaßen umfassend muss das Anlagegeschäft - bzw. das Anlageuniversum - sein, da insbesondere Kundinnen und Kunden, die «ihr gesamtes Vermögen zu uns bringen» - was ja aus Sicht der ABS, die sich als Hausbank ihrer Kundschaft etablieren möchte, erwünscht ist -, «Probleme mit der Diversifikation» bekommen (MA8). Damit ist die Dimension der Risikostreuung angesprochen. Den Kundinnen und Kunden, die der ABS - aus einer Wertverbundenheit heraus - ihr gesamtes Vermögen anvertrauen, «nur Kassenobligationen oder ABS-Aktien anzubieten, reicht einfach nicht mit Blick auf die Diversifikation» (MA8).

Hinzu kommen weitere Motive, die der ABS Kundschaft zuführen, insbesondere, dass die ABS für «fares Banking» (MA4) steht. Viele Kundinnen und Kunden seien enttäuscht von den Grossbanken und suchten, «ohne besonders ethisch-sozial eingestellt zu sein, schlicht anständiges Banking» (MA7). «Sie wissen, dass wir sie fair behandeln und ihnen keinen Titel unterjubeln» (MA4), ihnen also keine Produkte anbieten, die sie bei genauerer Kenntnis ablehnen würden. Sie wissen, dass ihnen bei der ABS keine «Bonusmaschinen» (MA7) gegenüberstehen. Letzteres nicht nur aus Gründen der ABS-Kultur, sondern auch, weil das Gebührenmodell keine Verkaufsanreize bietet. Retrozessionen werden der Kundschaft zurückerstattet.

Diese Motive, zusammen mit den volkswirtschaftlichen Zusammenhängen, führen dazu, dass das Anlagegeschäft - jedenfalls mit Blick auf die betreuten Vermögen - sozusagen automatisch, also «ohne aktive Akquise», wächst (MA4).

⁷ Vgl. ABS-Anlagekonzept, 2012, S. 16.

Weitere Begründungen werden angeführt, die stärker auf die spezifisch ethische Ausrichtung der ABS abstellen. So erlaube der Ausbau des Anlagegeschäfts der ABS, «so viele Menschen wie möglich zu erreichen» (MA2). Es kämen dann eben «vermehrt Kunden zur ABS» (MA6), was zu begrüßen sei, da sie damit signalisierten, dass sie hinter der ABS-Idee eines ethisch reflektierten Bankings stünden.⁸ Damit ist die symbolische Dimension des Ausbaus des Anlagegeschäfts angesprochen.⁹ Die realen Auswirkungen dieses Ins-Boot-Holens von Kundinnen und Kunden bestehen darin, dass «mehr Geld in anständigere Anlagen umgeleitet wird»; je mehr dies der Fall ist, «desto besser» (MA7). Auch würde «durch den Zustrom der Anlagekundschaft mehr Geld in die Sparprodukte gesteckt» (MA4) und somit das Kreditgeschäft der ABS gestärkt.

Auch würde durch den Ausbau die reale Wirkkraft der ABS-Idee eines sozial und ökologisch verantwortungsvollen Wirtschaftens gestärkt. Diese Stärkung fungiert seit einiger Zeit innerhalb der ABS unter dem Begriff «Impact». So zähle auch die «Erhöhung des Impacts» zu den «Push-Faktoren» des Ausbaus des Anlagegeschäfts (MA4). So könne die ABS, wie MA3 ergänzt, «mit dem Anlagegeschäft Projekte finanzieren, die wir nicht über die eigene Bilanz finanzieren können. Dies gilt etwa für Treuhandkredite. Ohne das Anlagegeschäft ginge dies nicht» (MA3).

Es gelte seitens des Verwaltungsrates die Vorgabe, dass der Ausbau des Anlagegeschäfts den «Impact» stärken sollte. «Dies bedeutet, es darf keinen blinden Ausbau des Anlagegeschäfts geben» (MA4). Denn es bestehe die Gefahr der «Verwässerung der Idee nachhaltigen Anlegens»¹⁰ – genauer: der ABS-Idee des «nachhaltigen» bzw. des ethisch verantwortungsvollen *Investierens* in die Realwirtschaft.¹¹ Darum müsse der Ausbau «mit Augenmass» betrieben werden und sichergestellt werden, dass «die ABS ihren Charakter nicht verliert» (MA4). Dies gilt es im Folgenden zu prüfen.

⁸ In der ethischen Reflektiertheit wird in jüngerer Zeit ein wichtiges Moment des Identitäts- und Differenzprinzips der ABS erblickt. Vgl. Teilstrategien, 2012, S. 5; Anlagekonzept, 2013, S. 5, 20. Dies entspricht ganz den Empfehlungen der Ethik-Kontrollstelle. Vgl. etwa bereits Ethikbericht 2006, S. 28 ff., sowie Ethikbericht 2010, S. 9 ff., 32 f.

⁹ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 5 ff.

¹⁰ Teilstrategien, 2012, S. 5.

¹¹ Da der Nachhaltigkeitsbegriff ethisch unbestimmt ist und zu sowohl ökonomistischen wie technokratischen Fehldeutungen Anlass gibt, verzichtet die Ethik-Kontrollstelle auf den Begriff zur Markierung des Anliegens ethisch verantwortungsvollen und legitimen Handelns bzw. Wirtschaftens. Vgl. die Ausführungen im ergänzenden Bericht zum Ethikbericht 2006 („Ethische Grundsätze für das Fondsanlagegeschäft der ABS – die Sicht des VR“), S. 6-11. Vgl. auch jüngst Thielemann, 2013c.

3. Die ethische Wirkkraft des Anlagegeschäfts: Die «Impact»-Frage

3.1 Was ist «Impact Investment»?

In jüngster Zeit wird die Ausrichtung und Sinnorientierung der ABS im Ganzen mit dem Begriff «Impact» gefasst. Es handelt sich gemäss dem Vorsitzenden der Geschäftsleitung, Martin Rohner, neben dem «ethischen Geschäftsmodell» und der «Nachhaltigkeit», um eines von «drei fundamentalen Zielen der ABS».¹²

Der zentrale Stellenwert, der dem «Impact» beigemessen wird, zeigt sich etwa in den Kriterien für die Beurteilung von börsenkotierten Titeln für das Beratungsgeschäft. Zu den Mindestanforderungen für Unternehmen zählt ein «Impact» von mindestens einem «Vogel» (dies ist die ABS-spezifische Bewertungsbezeichnung für das Rating) «sowohl im sozialen als auch im ökologischen Bereich», wobei ein fehlender «Impact» in diesen Bereichen *nicht* durch einen «überdurchschnittlichen ökonomischen Impact» ausgeglichen werden kann.

Der Stellenwert des «Impacts» zeigt sich auch darin, dass das ABS-Kriterien-Raster nicht nur «Positiv»- und «Förderkriterien» umfasst, die sozusagen unmittelbar «Impact»-Kriterien markieren. Auch die «Ausschluss»- und «Negativkriterien» werden in einen «Impact»-Zusammenhang gestellt. Diese Kriterien zielen darauf ab, unverantwortliches Wirtschaften nicht zu unterstützen und sich, wie es im Ethikbericht 2006 hiess, «die Finger nicht schmutzig zu machen» bzw. die Gelder so zu steuern, dass es solchen Unternehmen schwerfällt – jedenfalls durch die ABS –, ihren Finanzbedarf zu decken. Dies entspricht der negativen Dimension der ethischen Sinnbestimmung der ABS.¹³ Doch selbst wenn ein Unternehmen ein Ausschlusskriterium erfüllt, wird es nicht rigoros ausgeschlossen, sondern kann, vorausgesetzt, der Umfang der Betätigung im an sich ausgeschlossenen Bereich ist eher marginal, den Ausschluss durch einen weit überdurchschnittlichen positiven «Impact» auf sozialem oder ökologischem Felde verhindern und somit dennoch in das ABS-Anlageuniversum aufgenommen werden. Denn der «Fokus der ABS», so wird begründend angeführt, liege ja «auf dem nachhaltigen Gesamtimpact des Unternehmens».

Ohne ethische Qualifizierung hat der Begriff «Impact» allerdings keine ethische Qualität. «Impact» bedeutet schlicht Wirkung, Auswirkung oder Einwirkung. Wirkungen zu erzeugen, ist nicht unbedingt «gut». Ja selbst den «sozialen und ökologischen Impact [zu] steigern», wie es die Absicht der ABS ist,¹⁴ ist nicht einfach «gut», jedenfalls wenn man auf die Nominalbedeutung der Begriffe schaut. Die Firmen, die beispielsweise derzeit für die Public Eye Awards vorgeschlagen wer-

¹² Moneta, 1/2013, S. 22.

¹³ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 3 f.

¹⁴ Auszug aus der ABS-Strategie 2012-2016, zit. nach Geschäftsbericht 2011, S. 2.

den,¹⁵ erzeugen alle ganz erhebliche «soziale» und/oder «ökologische Impacts» – mit desaströsen Folgen für zahlreiche Menschen und die Natur.

Gemeint ist aber natürlich ein irgendwie als «positiv» zu klassierender «Impact» im Sinne der ethisch-positiven Wirkkraft eines Unternehmens. Gemeint ist also das, was im 2006er-Ethikbericht die positive Dimension der Sinnbestimmung der ABS genannt wurde.¹⁶ Zwar wird auch in der negativen Dimension etwas «Positives» bewirkt – nämlich verantwortungslose und illegitime Geschäftspraktiken behindert (wie marginal oder umfassend auch immer). Doch bewirken diese Geschäftspraktiken selbst nichts – oder wenig – ethisch Positives. Sie tragen nicht zur «Lösung einer gesellschaftlichen, ökologischen oder wirtschaftlichen Problemstellung oder Herausforderung» bei.¹⁷ Erst dann spricht die ABS von einem «Impact», und in diesem Sinne wird der Begriff im Folgenden verwendet.

3.2 Formen des «Impacts»

Zu unterscheiden ist zwischen dem Unternehmens-Impact und dem Investment-Impact.¹⁸ Ersterer bezieht sich auf das, was Unternehmen tun, und bildet den Gegenstand des Ratings bzw. der Unternehmensanalyse.¹⁹ Der Unternehmens-Impact ist hoch, wenn die «Wirkungen», die ein Unternehmen durch die von ihm produzierten und angebotenen «Produkte und Dienstleistungen» erzeugt, einen hohen «Beitrag zu einer nachhaltigeren Entwicklung der Gesellschaft» leisten.²⁰

Doch kann die ABS, ebenso wie die Anlagekundschaft, den Unternehmens-Impact nicht unmittelbar beeinflussen. Denn dieser ist vom Handeln der Unter-

¹⁵ Vgl. <http://publiceye.ch/de/>.

¹⁶ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 3 ff. – Der Begriff „positiv“ steht hier fürs Handeln; „negativ“ fürs Unterlassen.

¹⁷ Vgl. Teilstrategien, 2012, S. 1.

¹⁸ Vgl. ABS-Anlagekonzept, 2013, S. 10; sowie www.abs.ch/de/privatpersonen/geldanlagen/verantwortungsbewusst-anlegen/.

¹⁹ Einzubeziehen sind hierbei übrigens Gebietskörperschaften, die Anleihen herausgeben, sowie Organisationen.

²⁰ Verwunderlich ist der Fokus allein auf Produkte bzw. Dienstleistungen, also diejenigen Dinge, die ein Unternehmen verkauft. Bestätigt wird der Fokus durch den Leiter der Fachstelle Unternehmensanalyse und Nachhaltigkeit, Lutz Deibler, der in einem Gastreferat (24.6.2013, S. 18) festhält: „Der Schwerpunkt der ABS liegt auf dem WAS das Unternehmen oder Projekt macht und weniger auf dem WIE das Unternehmen oder Projekt arbeitet.“ Als Begründung führt er auf Nachfrage an, im Bereich Produkte und Dienstleistungen werde der „höchste Impact erzeugt“. Allerdings wird auch durch den Prozess der Leistungserstellung ein „Impact“ erzeugt und nicht bloss Unverantwortliches vermieden. Zwar mag im herkömmlichen „Nachhaltigkeits“-Rating der Produkte-Impact unterbelichtet sein. Dies bedeutet jedoch nicht, dass nicht auch ein „Impact“ durch die möglicherweise vorbildliche Politik eines Unternehmens im Umgang mit allen Stakeholdern bestünde. Die Autoren Brest und Born (2013) sehen in ihrem Grundlagenbeitrag zur Frage des Impact-Investings daher zwei Dimensionen des „enterprise impact“, nämlich neben dem „product impact“ einen „operational impact“. Diesen definieren sie wie folgt: „Operational impact is the impact of the enterprise’s management practices on its employees’ health and economic security, its effect on jobs or other aspects of the well-being of the community in which it operates, or the environmental effects of its supply chain and operations.“

nehmen abhängig. Darum geht es beim Impact-Investment unmittelbar um den Investment-Impact. Darunter wird die «Hebelwirkung des investierten Geldes» verstanden, also das Ausmass, mit dem das Investieren bzw. das Anlegen von Kapital Unternehmen finanziell unterstützt, die ihrerseits möglichst weitgehend zur Lösung gesellschaftspolitischer (einschliesslich ökologischer) Problemlagen beitragen.

Innerhalb des Investment-Impacts ist wiederum zu unterscheiden, nämlich zwischen einem direkten und einem indirekten Impact. Der direkte Impact betrifft Investitionen in Unternehmen mit ihrerseits hohem Impact, sei es in Form von Fremd- oder von Eigenkapital. In diesem Sinne repräsentiert das Kreditgeschäft der ABS einen direkten «Impact» (soweit man hier, also auch ausserhalb des Förderbereichs, denn von einem «Impact» sprechen möchte statt bloss davon, Unverantwortliches zu vermeiden). Jedenfalls hält MA3 fest: «Das Inbilanz-Geschäft dient zu 100% der Realwirtschaft.»

Im Anlagegeschäft finden sich verschiedene Formen solcher «direkten Wirkung». Diese ergeben sich definitionsgemäss daraus, dass «die investierten Gelder via Primärmarkt direkt dem Verwendungszweck zugeführt werden».²¹ Hierzu zählen im Ausserbilanzgeschäft Treuhandanlagen sowie Neuemissionen von Aktien und Obligationen; im innerbilanziellen Anlagegeschäft zählen hierzu ABS-Aktien sowie Förder- und Kassenobligationen.²²

MA3 konzidiert, dass der Anteil der über den Primärmarkt ablaufenden Anleihen gering ausfällt. MA4 schätzt den Anteil der Käufe am Primärmarkt auf etwa 12% des betreuten, also ausserbilanziellen Anlagevolumens. Darum betrifft die Impact-Frage und damit auch die Sinnfrage des Ausbaus des Anlagegeschäfts den Sekundärmarkt. In diesem Fall «fliessen die investierten Gelder nicht einem [realwirtschaftlichen] Verwendungszweck, sondern dem Verkäufer der Titel zu».²³ «Ihr Geld», heisst es auf der ABS-Website, erzielt im Fall des Kaufs oder Verkaufs von Wertpapieren «keine unmittelbare Wirkung» in der Realwirtschaft – auch keine «unmittelbare» ethisch erwünschte Wirkung –, da es sich lediglich um einen «Kapitalaustausch zwischen Anlegerinnen und Anlegern» handelt und die angelegten Gelder somit «den Unternehmen, die Kapital brauchen, nicht direkt zur Verfügung» stehen.²⁴ Die Gelder werden eben nicht in eine Sache investiert, sondern bloss angelegt.²⁵

Die Frage ist, ob sich die ABS dadurch nicht von ihrer Mission entfernt, sich «für das Gemeinwohl, die Menschen und die Natur» einzusetzen, «damit die Welt lebenswert bleibt» – und vielleicht lebenswerter wird –, und zwar dadurch, dass sie

²¹ Anlagekonzept, 2013, S. 10.

²² Vgl. Deibler, 2013, S. 34.

²³ Anlagekonzept, 2013, S. 10.

²⁴ www.abs.ch/de/privatpersonen/geld-anlegen/verantwortungsbewusst-anlegen/

²⁵ Entsprechend setzt Heiner Flassbeck (2010b) den Begriff „Investition“ stets dann in Anführungszeichen, wenn es doch lediglich um das „Anlegen“ geht, d.h. um den Erwerb von Wertpapieren.

«in die Realwirtschaft investiert».²⁶ Kann es vermittels des Wertpapierhandels, also des Geldflusses an andere Anleger beim Kauf und des Rückflusses von einem anderen Anleger beim Verkauf eines Wertpapiers, einen realwirtschaftlichen «Impact» auf das betreffende Unternehmen geben, obwohl diesem dadurch keinerlei finanzielle Mittel zufließen, die es zur Stärkung seiner Marktposition investiv einsetzen könnte? Die Antwort der ABS lautet ja. Es ist allerdings ein lediglich «indirekter Impact».

3.3 Gibt es einen «indirekten Impact» durch den Wertpapierhandel?

Im Wesentlichen wird für diesen «indirekten Impact» auf einen einzigen Zusammenhang abgestellt. Es handelt sich nach Auskunft von MA5 um «das einzige Argument, welches er gefunden hat», um die These eines realwirtschaftlichen «Impacts» aus dem Wertpapierhandel zu belegen, woraus sich seines Erachtens allerdings nur eine «sehr indirekte Stütze für die Existenz eines [sekundärmarktlich induzierten] Impacts gewinnen» lasse. Es wird nämlich die These vertreten, dass durch den Kauf eines Wertpapiers, welcher, wenn er massenhaft betrieben wird, den Kurs steigen lässt, die Refinanzierungskosten des betreffenden Unternehmens sinken.²⁷ Das Unternehmen gewinnt so etwa im Kreditrating bzw. an Bonität, so dass es zu günstigeren Konditionen als sonst Kredite aufnehmen kann, die es dann zur Stärkung seiner Marktposition einsetzen kann.²⁸ Auch soll es Unternehmen, deren Aktien oder Anleihen im Kurs steigen, leichter fallen, sich über die Emissionen weiterer Finanztitel zusätzlich Kapital zu beschaffen. Damit sei «ein indirekter Impact durchaus gegeben», weshalb Unternehmen auch ein Interesse an der so genannten «Kurspflege» hätten; denn «ständig werden Kapitalerhöhungen durchgeführt. Und dies gelingt bei sich gut entwickelnden Kursen leichter» (MA6). Man darf dies wohl so interpretieren, dass der Run von Anlegern auf die Finanztitel eines Unternehmens weiteren Interessenten, auch unabhängig von den Fundamentaldaten, signalisiert, dass dieses Unternehmen hohe Rentabilitätschancen birgt (oder auch, für den ethisch motivierten Investor, weitere Vorzüge hat), so dass sie diesem Kapital zuführen. MA4 schätzt diesen «indirekten Impact des ABS-Anlagegeschäfts» als «sehr hoch» ein. Allerdings konzidiert er, dass dieser Effekt «für Grosskonzerne irrelevant» sei; für kleinere Unternehmen sei er aber immerhin «durchaus relevant». Diesen könnte ein durch die Kaufaktivitäten der ABS gegebenenfalls steigender Kurs bei der Emission neuer Aktien helfen, wie MA7 ergänzt.

²⁶ www.abs.ch/de/ueber-die-abs/das-abs-geschaeftsmodell/unsere-ziele/; vgl. zur ABS-Mission auch Ethikbericht 2010, S. 5 f.; Ethikbericht 2009, S. 4 f.

²⁷ Vgl. Anlagekonzept, 2013, S. 10; vgl. auch Sachverständigengruppe „Weltwirtschaft und Sozialethik“, 2010, S. 18 f.

²⁸ Vgl. www.wertpapier-forum.de/topic/4882-der-boersenkurs-seine-bedeutung-fur-das-unternehmen/. Andere Forumsteilnehmer sind allerdings der Ansicht, dass sich Banken in ihrer Bonitätsprüfung von Aktienkursen bzw. von „Marktwerten“ nicht beeinflussen lassen und ihre Kreditvergabe auf „Buchwerte“ (bzw. auf Fundamentaldaten) stützen. Vgl. www.wertpapier-forum.de/topic/13103-bedeutung-sinkender-oder-steigender-aktienkurse-fur-unternehmen/.

Eine weitere Wirkung des Wertpapierhandels könnte für den Fall bestehen, dass die Vergütung des Managements des betreffenden Unternehmens an die Entwicklung des Aktienkurses gekoppelt ist. «Dann können sich die ethikbezogenen Käufe und Verkäufe von Wertpapieren unter Umständen direkt auf das Einkommen der unternehmerischen Entscheidungsträger auswirken.»²⁹ Es fragt sich dabei allerdings, wie wünschenswert eine solche «ethische» Anreizsteuerung zu beurteilen wäre, und zwar sowohl mit Blick auf die ethische Qualität der Unternehmensführung als auch auf die Fairness der Einkommensverteilung.³⁰

Auch abgesehen davon wird der «Impact» durch Kurssteigerungen allerdings deutlich skeptisch beurteilt, auch von seinen Befürwortern selbst. «Über den Sekundärmarkt kann von einem Impact in der Tat nur in einem sehr eingeschränkten Sinn die Rede sein» (MA6). Auch MA3 konzediert, dass bezüglich der Möglichkeiten eines sekundärmarktlich erzeugten «Impacts» «unterschiedliche Meinungen» existierten. Es handele sich bestenfalls um einen «relativ schwachen Impact», meint MA5.

So wird etwa bezweifelt, dass sich etablierte Unternehmen in nennenswertem Ausmass durch die Ausgabe neuer Aktien finanzierten, weshalb der Kauf von Aktien, welche das «bevorzugte Anlageobjekt des ethischen Investments» bildeten, mit Blick auf die ethische Steuerung der Wirtschaft weitgehend wirkungslos bliebe.³¹ Bestätigt wird diese Sicht jedenfalls durch die verbreitete Praxis von Aktienrückkäufen, auf die MA1 hinweist. Mit Blick auf die ABS lässt sich allerdings festhalten, dass von den 143 Unternehmen der ABS-Empfehlungsliste deren 14 in den vergangenen drei Jahren eine Aktienkapitalerhöhung durchgeführt haben. Dies könnte darauf hindeuten, dass der Kapitalbedarf im Feld des ABS-Anlageuniversums überdurchschnittlich hoch ist.

Zumindest auch aus diesem Grund relativiert sich ein weiteres Argument, welches zugunsten des Wertpapierhandels angeführt wird. Dabei wird ein weiterer indirekter Zusammenhang zum eigentlichen, direkten, primärmarktlichen Impact hergestellt und argumentiert, dass der Handel auf dem Sekundärmarkt eine Voraussetzung sei für zumindest bestimmte Formen der Investition in Unternehmen. Ohne Sekundärmarkt könne nämlich «praktisch kein Primärmarkt für Erst- und Neuemissionen existieren».³² Ohne den Anreiz, die Beteiligung an der Unternehmensfinanzierung bei passender Gelegenheit wieder abzustossen, durch Verkauf auf dem Sekundärmarkt nämlich, «würden weniger Anleger ihr Geld [in Unternehmen] investieren».³³ Darum, so MA4 weiter, erfüllten «Sekundärmärkte» eine

²⁹ Sachverständigengruppe „Weltwirtschaft und Sozialethik“, 2010, S. 18 f.

³⁰ Vgl. kritisch zur extrinsischen Anreizsteuerung auch für „ethische“ Anliegen den Ethikbericht 2008, S. 8 ff., 13 ff., 26 ff. Sowie Thielemann 2009a.

³¹ Sachverständigengruppe „Weltwirtschaft und Sozialethik“, 2010, S. 44.

³² Vgl. Anlagekonzept, 2013, S. 6.

³³ Vgl. auch Kuhn, 2013, S. 2: „Die Liquidität eines Wertpapiers, d.h. die Möglichkeit, dieses jederzeit zu individuellen Preisvorstellungen und ohne größeren Einfluss auf den Marktpreis über die Börse erwerben bzw. veräußern zu können, ist grundlegende Voraussetzung für die Bereitschaft der Anleger, in börsengehandelte Wertpapiere zu investieren und damit den Unternehmen Geld für Investitionszwecke zur Verfügung zu stellen.“

«wichtige» Funktion, u.a. auch dafür, «Innovationen in unseren Förderbereichen zum Durchbruch» zu verhelfen. Allerdings konzidiert MA4 auch, dass diesbezüglich eine «vertiefte ethische Beurteilung von Sekundärmärkten» noch ausstehe.

Die Legitimation für die Teilnahme am Wertpapierhandel besteht hier also darin, dass ohne diesen Handel Investitionen in Unternehmen, zu denen auch ethisch verantwortungsvoll operierende Unternehmen zählen, auf die sich die ABS sowohl primär- als auch sekundärmarktlich beschränken will, unterblieben oder jedenfalls geringer ausfielen, als an sich möglich wäre. Damit wird allerdings dem Interesse der Erstanleger bzw. der eigentlichen Investoren, je nach eigenem Interesse wieder die Exit-Option zu wählen, Recht gegeben. Die Legitimität dieses Interesses, nennen wir es das Flexibilitätsinteresse der *Investoren*, soll wiederum das Interesse der *Anleger* legitimieren, ihr Geld nicht (sozial-ökologisch verantwortungsvoll operierenden) Unternehmen, sondern Inhabern von Wertpapieren dieser Unternehmen zu geben.

Allerdings ist die Legitimität des Flexibilitätsinteresses der Investoren durchaus fragwürdig. Zwar mag es legitime Gründe geben, eine vorangegangene Investition wieder in Liquidität zurückzuführen, etwa aus persönlichen Gründen eines akuten Geldbedarfs. Doch bestimmen solche Bedürfnisse aufs Ganze gesehen kaum den Markt für Erst- und Neuemissionen. Die Investoren bzw. Anleger bindet vielmehr im typischen Fall keinerlei intrinsisches Interesse mit dem fraglichen Unternehmen.³⁴ Darum dürfte es ihnen in der Regel auch egal sein, ob sie Investoren oder bloss Anleger sind. Dies ist aber aus Sicht der ABS keineswegs gleichgültig, denn sie möchte ja möglichst direkte Beziehungen zwischen «Gebenden und Nehmenden» fördern, Beziehungen, die von «Solidarität» getragen sind und nicht von Gleichgültigkeit gegenüber dem, was und wie ein Unternehmen produziert.³⁵

Institutionell setzt das Argument voraus, was doch eigentlich legitimiert werden soll, nämlich die Beteiligung der ABS an Formen der Unternehmensfinanzierung, die durch das denkbar höchste Mass an «Fungibilität» gekennzeichnet sind. Mit dem Begriff fasst die Finanzwissenschaft das Mass der Handelbarkeit verschiedener Formen der Unternehmensfinanzierung. Im Falle emissionsfähiger Unternehmen und verbriefter Gläubigerrechte ist die Fungibilität hoch, im Falle nichtemissionsfähiger Unternehmen ist sie gering.³⁶ Sie ist übrigens niemals null, denn selbst Kredite können abgetreten werden. Allerdings ist die Wahl der Exit-Option im Falle nichtverbriefter Gläubigerrechte nur mit hohem Aufwand möglich. Andersherum formuliert: Die Bindung an das Unternehmen ist hier deutlich höher.

Mit dem gleichen Recht könnte man also sagen: Mit der Investition in ein Unternehmen vermittelt Aktien oder Anleihen ermöglicht man den Sekundärmarkt.

³⁴ "The way that the economy works today, with instantaneous information, global capital flows, and Internet-based stock trading, fewer and fewer shareholders are genuinely committed in any way to the companies that they 'own'." Simons/Mintzberg/Basu, 2002.

³⁵ Vgl. Leitbild, 2011, S. 4; www.abs.ch/de/privatpersonen/geldanlegen/anlageuniversum/.

³⁶ Präscht/Schikorra/Ludwig, 2007, S. 38, 81, 84, 150, 152, 156.

Denn schliesslich besteht auch die Möglichkeit, das Unternehmen durch andere Formen zu finanzieren, nämlich durch solche, die eine höhere Bindung ihm gegenüber einschliessen. (Hierbei von einer primärmarktlichen Investition zu sprechen, führt insofern auf die falsche Fährte, als ja auch «primär» nur in einem sehr beschränkten Sinne von einem «Markt» die Rede sein kann.)

Festzuhalten ist, dass auch diese Zusammenhänge nichts daran ändern, dass durch den Kauf einer Aktie oder einer Anleihe auf dem Sekundärmarkt dem fraglichen Unternehmen *unmittelbar* keine zusätzlichen Finanzmittel zufließen. Ihm fließen dadurch allenfalls *mittelbar* zusätzliche Finanzmittel zu, in dem Masse nämlich, in dem Investoren sich so wenig wie möglich an ein Unternehmen binden möchten bzw. sich ihm gegenüber verpflichtet fühlen, zur Ausübung ihrer Bindungslosigkeit jedoch Käufer ihrer Anrechte benötigen, die sie definitionsgemäss auf dem Sekundärmarkt finden.

Ein ethischer «Impact» über diesen Kanal, der allenfalls ein indirekter sein kann, setzt voraus, dass die erhöhte Kaufbereitschaft für Titel von ethisch verantwortungsvoll agierenden Unternehmen (etwa durch die ABS-Anlagekundschaft) potenzielle Investoren dazu «anreizt», stärker als sonst in nämliche Unternehmen zu investieren, weil sie die Aussicht antizipieren, bei Bedarf die Titel wieder etwas leichter abstossen zu können als ohne diese zusätzliche Kaufbereitschaft seitens moralisch motivierter Anleger. Wie wahrscheinlich dies auch immer sein mag, so besteht dann allerdings die Gefahr, dass die moralisch motivierten Anleger Titel erwerben, die tendenziell bereits überbewertet sind, da es der Veräusserungsgewinn sein dürfte (und nicht etwa ein unerwarteter privater Liquiditätsbedarf), der die ursprünglichen Investoren zur Veräusserung des Titels motivieren dürfte.

Sollten durch dieses System tatsächlich denjenigen Unternehmen, die verbriefte Formen ihrer Finanzierung anbieten, mehr Finanzmittel zufließen als anderen, so würden diese anderen Unternehmen durch den Wettbewerb auf dem Finanzmarkt tendenziell dazu gezwungen, ebenfalls auf bindungslose Formen der Finanzierung umzusteigen oder sich mit einer vergleichsweise schlechteren Finanzausstattung abzufinden. Insofern stützt das Argument, gerade wenn es zutrifft, eine Art der Finanzierung und letztlich wohl auch: des Wirtschaftens, die der ABS-Idee widerspricht.

MA1 ist der Ansicht, dass «von einem Impact des Anlagegeschäfts ohne realwirtschaftlichen Bezug keine Rede sein kann». Von «grünen Anlagen» zu reden, sei daher «blosser Schein», denn «Grünes» bewegen diese Gelder ja nicht. Der einzig genannte «Impact» durch den Wertpapierhandel, die bessere Kreditwürdigkeit, sei bloss «eine kleine Sache».

Da sich der weit überwiegende Teil des Anlagegeschäfts, schätzungsweise 90%, zumindest derzeit über den Sekundärmarkt vollziehe und für die Unternehmen [die ihrerseits einen hohen «Impact» haben und einen noch höheren haben sollten] «letztlich nicht mehr Kapital beschafft» wird, setzt MA1 hinter den Ausbau des Anlagegeschäfts insgesamt ein Fragezeichen. Auch MA7 ist der Meinung, dass aus dem Anlagegeschäft kein sozial-ökologischer Impact resultiere, insoweit es sich ausserhalb direkter Investments bewegt.

Diese auch innerhalb der ABS verbreitete Ansicht deckt sich mit der wissenschaftlichen und der Fachliteratur zum Thema «Impact Investing», soweit diese hier überblickt wird. So halten Brest und Born (2013) fest:

»Most economists agree that it is virtually impossible for a socially motivated investor to increase the beneficial outputs of a publicly traded corporation by purchasing its stock. Especially if - as is generally the case - stock is purchased from existing shareholders, any benefit to the company is highly attenuated if it exists at all.»

Entsprechend wird »Impact Investing« regelmässig von vornherein primärmarktlich definiert.

»An impact investment includes buying into an IPO, but not trading in the aftermarket. The rule of thumb: It must consist of new capital.« (Winninghoff, 2011)

«Die Wirkung von nachhaltigen Investments ist oft indirekt. Bei Impact Investment steht dagegen das direkte Investieren in Form von Beteiligungen oder Darlehen in Sozialunternehmen im Vordergrund.» (Wohleb, 2012)

Dazu passt auch, dass Sozialbanken bzw. «Nachhaltigkeitsbanken» herausstellen, dass der Anteil ihrer Aktiva an direkten Investitionen «zur Unterstützung der Realwirtschaft» viel grösser ausfällt als derjenige «konventioneller Geldinstitute»; er beträgt gemäss Weltverband der Nachhaltigkeitsbanken 72,6% statt nur 40,7%.³⁷ Ebenso passt dazu, dass zu den Aufnahmekriterien der Global Alliance for Banking on Values unter anderem eine «realwirtschaftliche Ausrichtung» des betreffenden Instituts zählt.³⁸ - Selbstverständlich besteht an der Dominanz eines solchen realwirtschaftlichen Fokus der ABS keinerlei Zweifel. So hält der Geschäftsbericht 2012, sozusagen als Vorspann zur Bekundung des Willens, «in der Anlageberatung ... rasch weiterzuwachsen», unmissverständlich fest: «Die Vergabe von Krediten bleibt das Kerngeschäft der ABS.»³⁹ MA1 prognostiziert, dass «auch in 10 Jahren 90% der Erträge aus dem Zinsdifferenzgeschäft [das unzweideutig in die Realwirtschaft fliesst] stammen werden».

Eine Abkehr vom Kreditgeschäft zugunsten des Anlagegeschäfts, welches sich hauptsächlich auf Sekundärmärkten abspielt, steht nicht zur Diskussion. In Frage steht allerdings die Sinnhaftigkeit des anvisierten, zum Kreditgeschäft sozusagen zusätzlichen Ausbaus im Bereich Anlegen.

3.4 Die symbolische Bedeutung des Ratings - jenseits des «Impacts»

Wenn sekundärmarktliches Anlegen bestenfalls marginale «Impacts» zeitigt, ist es dann hinsichtlich des sozial-ökologischen Impacts nicht letztlich gleichgültig, welche Titel erworben bzw. empfohlen werden? Diese zugegeben ketzerische Frage

³⁷ GLS Bank: Pressemitteilung vom 28.12.2012, www.gls.de.

³⁸ www.gabv.org/wp-content/uploads/GABV_Berlin_Declaration_DE.pdf.

³⁹ ABS: Geschäftsbericht 2012, S. 8; vgl. auch Teilstrategien, 2012, S. 3.

wurde MA7 gestellt, und man könnte noch ergänzen: Die ABS könnte sich all die Anstrengungen im Rating sparen. MA7 antwortet:

«Die ABS hat ja ein Ziel. Das, was sie tut, muss dazu passen und glaubwürdig sein. Der gegenteilige Klassiker wäre Atomstrom. Wenn wir dies empfehlen würden, so wäre dies schizophren. Das ist nicht unser Weg. Die ABS steht für etwas Bestimmtes. Das ist nicht auswechselbar.»

Hat also das Anlagegeschäft nur einen symbolischen, einen sozusagen «gesinnungsethischen» Sinn, etwas zu signalisieren und hochzuhalten, nämlich was als «gutes» Wirtschaften zu gelten hat? Diese Dimension wurde im Ethikbericht 2006 bereits stark gemacht. Bereits damals konnten viele der befragten ABS-Mitarbeiterinnen und -Mitarbeiter und VR-Mitglieder nämlich «überhaupt keine positiven ethischen Wirkungen» im Anlagegeschäft erblicken, soweit es sich sekundärmarktlich vollzieht.⁴⁰ Diese Skepsis hat innerhalb der ABS eine lange Tradition. So hielt der Ethische Rat bereits im Jahre 2001, ganz ähnlich wie heute Brest und Born, fest:

«Ein Engagement in Aktien macht heute vom ökologischen und sozialen Standpunkt aus nur dann Sinn, wenn ein nachhaltiges Unternehmen neue Aktien herausgibt, das heisst bei Aktienkapitalerhöhungen bzw. Emissionen.»⁴¹

Aber nun gibt es ja noch eine symbolische Dimension des Anlagegeschäfts, die, so muss rückblickend festgehalten werden, letztlich allein übrig bleibt als Antwort auf die Frage, warum es *nicht* einerlei ist, ob die ABS für das sekundärmarktliche Anlagegeschäft ethische Empfehlungen ausspricht oder nicht.⁴² Diese symbolische Bedeutung besteht unter anderem, und für den hier interessierenden Zusammenhang: vor allem, darin, «Signale» zu setzen.⁴³ Ob sich daraus realwirtschaftliche Wirkungen ergeben,⁴⁴ ob andere aus den Signalen Schlussfolgerungen für ihr eigenes Handeln ableiten oder nicht, ist unerheblich für die für die ABS *unaufgebbare Notwendigkeit*, die Titel bestimmter Unternehmen zu bevorzugen und diejenigen anderer zu benachteiligen bzw. auszuschliessen – wenn die ABS sich denn auch im sekundärmarktlichen Anlagegeschäft betätigt und positioniert, für dessen Etablierung und Ausbau es im Wesentlichen andere als «Impact»-Gründe gibt.⁴⁵

Es ist für die ABS einfach keine Option, Aktien von Unternehmen anzubieten, die, sagen wir, Landgrabbing forcieren, mit Nahrungsmitteln spekulieren, Atomkraftwerke betreiben, Gewerkschaftsrechte missachten oder Produkte der Chlorchemie anbieten, auch wenn diese Praktiken, die bar jeder Verantwortlichkeit sind,

⁴⁰ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 4.

⁴¹ Zit. nach Ethikbericht 2006, S. 5.

⁴² In der Folge der Ausführungen des Ethikberichts 2006 gerieten die Einwände der Kritiker allerdings etwas aus den Augen, so dass die damaligen Empfehlungen zum Ausbau des Anlagegeschäfts hinsichtlich seiner „ethischen Wirkkraft“ aus heutiger Sicht wohl etwas zu euphorisch ausfielen.

⁴³ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 6 f.

⁴⁴ Vgl. dazu die tentativen Überlegungen im Abschnitt 2.3 des Ethikberichts 2006.

⁴⁵ Vgl. Abschnitt 2.

dadurch, dass man eine Aktie von einem anderen Aktieninhaber erwirbt, höchstwahrscheinlich kein Jota gefördert würden. Dies darf man als «gesinnungsethisch» bezeichnen, und zwar im engen Sinne Max Webers.⁴⁶ Doch ist diese «Gesinnungsethik» nötig, *weil sonst die Verbindlichkeit für oder gegen bestimmte Praktiken irgendwann verloren ginge*. Die ABS hat, übrigens auch und gerade als eine «politische Akteurin» im engeren und weiteren Sinne,⁴⁷ die Verantwortung, diese Verbindlichkeit hochzuhalten. Und zwar hat sie diese unabhängig davon, was die beteiligten Akteure, seien es etwa aktuelle oder potenzielle Anlegerinnen und Anleger oder Unternehmen und deren Entscheidungsträger, auch immer mit dem Hochhalten dieser Verbindlichkeiten in ihrem Handeln, also sozusagen «Impact»-mässig, anfangen. Denn wir wissen es nicht. Und dies kann und soll auch nicht gesteuert werden.⁴⁸

In diesem Sinne lassen sich auch die Begründungen, die MA8 für die ethisch bestimmte Empfehlungsliste der ABS für das sekundärmarktliche Anlagegeschäft gibt, deuten: Zwar gebe es «bei Börsengeschäften gar keinen Impact», doch habe der Kauf von Titeln gemäss den Empfehlungen der ABS «für den Kunden durchaus eine Wirkung. Der Kunde lebt so besser, wenn er Titel erwirbt von Firmen, mit deren Philosophie er übereinstimmt und deren Produkte weniger schädlich sind als die anderer Firmen, statt dass er Titel etwa von Firmen wie Novartis oder Nestlé [die beide auf der roten Liste stehen] erwirbt.» Damit kann sich der Anlagekunde oder die Anlagekündin nämlich als Teil einer Bewegung verstehen, die, vermittelt der öffentlichen Sichtbarkeit der ABS, signalisiert, welche Arten von Geschäftspolitik finanzielle Unterstützung verdienen und welche nicht. Welche «Wirkung» bzw. welchen «Impact» dies hat, ist zunächst einmal zweitrangig. Unverzichtbar ist dieses Setzen von Signalen vor allem für Geschäftspraktiken, die ausdrücklich als unverantwortlich beurteilt werden – also mit Blick auf die Ausschlusskriterien. Damit gewinnt die bloss negative Seite des verantwortungsvollen Investierens bzw. hier: Anlegens (auf Sekundärmärkten), die doch eigentlich durch den «Impact»-Fokus überwunden werden sollte, eine vielleicht unverhofft hohe Bedeutung.

Die symbolische – bzw. politische – Dimension des ABS-Geschäfts lässt sich auch in einer weiteren Begründung dafür erblicken, das sekundärmarktliche Anlagegeschäft in einen «Impact»-Zusammenhang zu rücken. Es beginnt mit der Einsicht, dass die ABS «ohnehin zu klein» sei, um einen «nennenswerten Impact» über den Sekundärmarkt auszulösen – so fast gleichlautend MA2, MA3 und MA6. Man müsse hierbei allerdings in Kategorien der Verallgemeinerbarkeit denken: «Wenn man das ABS-Modell jedoch verallgemeinert, ergäbe sich ein riesiger Impact. Die Unternehmen würden ganz andere Anstrengungen als heute unternehmen, um ihr sozial-ökologisches Verhalten zu verbessern. Andere Unternehmen hätten kaum mehr eine Chance, am Markt zu verbleiben», meint MA2. Und MA3 ergänzt: «Wenn alle so handeln würden, wie wir,» wenn also alle Kapitalmarktakteure ihre

⁴⁶ Vgl. zu den verschiedenen Bedeutungsvarianten Thielemann, 2009, S. 103-106.

⁴⁷ Vgl. Ethikbericht 2009.

⁴⁸ Wenn alles – mit Blick auf die „Wirkung“ – gesteuert werden sollte, würden sich die Menschen wechselseitig zum Mittel ihrer Steuerungsabsichten machen.

Anlage- und Investitionsentscheidungen mit der gleichen «Selektivität» betrieben wie die ABS, «wäre es etwa für die von uns ausgeschlossenen Unternehmen früher oder später unmöglich, sich zu refinanzieren». Dies dürfte in der Tat zutreffen, weil nämlich dann der Unterschied zwischen dem sekundärmarktlichen Anlegen und dem primärmarktlichen Investieren eingeebnet würde und alle Kapitalmarktakteure den Unternehmen nach Massgabe ihrer Triple-P-Performance Kapital zukommen lassen würden.⁴⁹ Da dies allerdings heute offenbar (noch?) nicht der Fall ist, darf man dies wohl so interpretieren, dass der Sinn der ABS-Anlagepolitik letztlich und vor allem in ihrem Modell- und Vorbildcharakter zu erblicken ist. Dies betrifft die symbolische Dimension des Sinns des ABS-Geschäftsmodells und verweist auf die ABS als einer «öffentlich sichtbaren Akteurin».⁵⁰

Zu dieser im engeren und weiteren Sinne politischen Dimension zählt auch, dass sich die ABS von vielen anderen Sozialbanken dadurch abhebt, dass sie die *Frage* nach der «realwirtschaftlichen Wirkung des Vermögens»⁵¹ überhaupt aufwirft und die Problematik des sekundärmarktlichen Impacts auch öffentlich anspricht. Es ist bemerkenswert und zeugt vom Anspruch nach Transparenz, dass die ABS auf ihrer Website hervorhebt, dass im Falle eines so genannten «indirekten Investments», also im Fall eines Kaufs von Finanztiteln auf dem Sekundärmarkt, «Ihr Geld keine unmittelbare Wirkung» erzielt und «der Hebel» hier «geringer» ausfällt – vielleicht verschwindend gering, denn schliesslich wird ja lediglich Kapital «zwischen Anlegerinnen und Anlegern» «getauscht».⁵² Hierin drückt sich auch die ethische Reflektiertheit und Bedächtigkeit der ABS aus.

Nach solchen doch recht offenen Eingeständnissen für die bestenfalls geringe bzw. «indirekte» realwirtschaftlich-ethische Wirkung von Wertpapierkäufen sucht man bei anderen Sozialbanken vergeblich. So bekundet die GLS Bank: «Wir finanzieren ausschliesslich realwirtschaftliche Vorhaben», und zwar solche, «die sich an den Bedürfnissen der Menschen orientieren», womit auf die Verantwortbarkeit abgestellt ist.⁵³ Nachher heisst es: «Wir finanzieren *fast* ausschliesslich realwirtschaftliche Projekte.»⁵⁴ Das «Fast» dürfte sich dabei nicht auf die GLS Beteiligungs AG beziehen, die zwar dem Anlagegeschäft zuzurechnen ist, jedoch, wie es scheint, vollständig primärmarktlich operiert. Diese verfügt allerdings lediglich über Aktiva von 3,7 Mio. Euro.⁵⁵ Doch natürlich ist die GLS Bank auch im sekundärmarktlichen Anlagegeschäft unterwegs. (Natürlich, weil es auch bei ihr einen Druck der Kundschaft hin zum Wertpapierhandel geben dürfte.) Darauf verweist etwa der Provisionsertrag von 8,3 Mio. Euro im Jahre 2012.⁵⁶ Auf der Website

⁴⁹ Triple-P steht für ein ausgewogenes Verhältnis zwischen den drei Dimensionen sogenannter „Nachhaltigkeit“ (gemeint ist gesamtgesellschaftliche Verantwortbarkeit und Legitimität): People, Planet, Profits. Die entsprechende „Triple Bottom Line“ geht auf den britischen Managementtheoretiker und Nachhaltigkeitsaktivisten John Elkington zurück.

⁵⁰ Vgl. Ethikbericht 2009.

⁵¹ Anlagekonzept, 2013, S. 2.

⁵² www.abs.ch/de/firmen-institutionen/geld-anlegen/verantwortungsbewusst-anlegen/.

⁵³ GLS Bank: Nachhaltigkeitsbericht 2012, S. 2.

⁵⁴ GLS Bank: Nachhaltigkeitsbericht 2012, S. 71, Hvh.d.V.

⁵⁵ GLS Bank: Nachhaltigkeitsbericht 2012, S. 82.

⁵⁶ GLS Bank: Nachhaltigkeitsbericht 2012, S. 31.

zum GLS Bank Aktienfonds heisst es unter dem Stichwort «Wo wirkt Ihr Geld?»: «Das im GLS Bank Aktienfonds angelegte Geld wirkt ausschließlich in Branchen, deren Wirtschaften dazu dient, menschliche Grundbedürfnisse sozial und ökologisch verträglich zu decken.»⁵⁷ Dass es sich grösstenteils bloss um angelegtes und nicht zugleich investiertes Geld handelt und dieses damit, jedenfalls direkt, in gar keiner «Branche» «wirkt», sondern unmittelbar allein auf den Wertpapiermärkten, dazu finden sich auf der Website der GLS Bank soweit ersichtlich keinerlei Hinweise.

Bei der Triodos Bank zeigt sich ein ähnliches Bild. Die Bank wirbt mit dem Slogan: «Mit meinem Geld beweg ich was». Und sie verspricht ihrer Kundschaft: «Wir sorgen dafür, dass Ihr Geld nur in Unternehmen investiert wird, die bei den Nachhaltigkeitsleistungen zu den Besten ihrer Branche zählen oder als Pioniere in den Themenbereichen ‚Gesunde Menschen‘, ‚Sauberer Planet‘ oder ‚Klimaschutz‘ Vorbildliches leisten.»⁵⁸ Allerdings betreibt die Triodos Bank ein vom Kreditgeschäft ausdrücklich getrenntes Anlagegeschäft, womit sich die Frage stellt, ob generell «investiert» oder nicht auch lediglich angelegt wird.

Im Dokument «Strategie für das Investment am Wertpapiermarkt», das die Grundsätze des Triodos-Anlagegeschäfts zusammenfasst, wird zwischen primärmarktlichem und sekundärmarktlichem Anlagegeschäft nicht unterschieden. Angesprochen wird, in der Sprache der ABS, lediglich der Unternehmens-Impact: Die Kunden von Triodos Investment Management, einer 100-prozentigen Tochter der Triodos Bank, «können in Wertpapieren von an den internationalen Börsen gelisteten Unternehmen anlegen, die nachhaltige Produkte und Dienstleistungen anbieten oder durch diese Produkte und Services eine überdurchschnittlich hohe Performance im sozialen und im Umweltbereich aufweisen».⁵⁹ Diese Unternehmen mögen ja eine solche «Performance» aufweisen, doch ist nicht ersichtlich, wie dadurch, dass «in Wertpapieren von Unternehmen angelegt wird, die zu einer nachhaltigen Gesellschaft beitragen», diese Unternehmen «gefördert» werden können sollten. Dies insbesondere nicht, da die Finanztitel «wegen ihrer Notierung an den Wertpapiermärkten ... frei handelbar» sind, weshalb sich «die Zusammensetzung der Anteilseigner ständig verändert»,⁶⁰ was ja offenbar bedeutet, dass nicht die fraglichen Unternehmen, sondern andere Anteilseigner mit Finanzkraft ausgestattet werden. Inwieweit es also nicht nur einen Unternehmens-, sondern auch einen Investment-Impact gibt, zu dieser Schlüsselfrage eines, eigenem Anspruch nach: verantwortungsvollen (oder «nachhaltigen») Anlagegeschäfts konnten in den Stellungnahmen der Triodos Bank (und ihrer Töchter) keinerlei Hinweise gefunden werden. Vielmehr wird nahegelegt, zwischen sekundärmarkt-

⁵⁷ www.gls.de/privatkunden/angebote/fonds-wertpapiere-beteiligungen/gls-bank-aktienfonds/uebersicht/#Wo%20wirkt%20Ihr%20Geld?

⁵⁸ www.triodos.de/de/privatkunden/investments/.

⁵⁹ Triodos Bank, 2013, S. 1.

⁶⁰ Triodos Bank, 2013, S. 6

lichen Anlagen und primärmarktlichen Investitionen bestehe in Sachen «Bewegen» (Triodos) bzw. «Impact» (ABS) keinerlei Unterschied.⁶¹

3.5 Auswege aus dem Dilemma

Das Dilemma besteht darin, dass die ABS aus ökonomischen Gründen kaum um den Ausbau des Anlagegeschäfts herumkommt, dieses allerdings in seinen wesentlichen Ausmassen der realwirtschaftlichen Mission der ABS nicht genügt, wenn nicht widerspricht. Zwei Auswege bieten sich an.

a) Stärkung des direkten Impacts

Von fast allen Befragten wurde die Wünschbarkeit der Stärkung des primärmarktlichen Anlagegeschäfts betont. «Es wäre möglich, ein sinnvolles und verantwortbares Anlagegeschäft zu betreiben, nämlich dann, wenn es sich über den Primärmarkt vollzieht» (MA1). Dabei könnte es sich etwa um den Ausbau des Treuhandgeschäfts handeln, bei der die ABS bei Erst- und Direktplatzierungen als Treuhänder aufträte, wie MA5 vorschlägt. Damit würde auch den Vorgaben von Statuten und Leitbild besser Genüge getan, indem «direkte Beziehungen zwischen GeldgeberInnen und GeldnehmerInnen» gefördert würden.⁶² Allerdings sei man nach Auskunft von MA5 der Ansicht, dass die damit erzielbaren Erträge zu niedrig ausfielen. MA4 betont hingegen, dass man dies generell keineswegs so sehen könne. So habe die ABS mit den in jüngster Zeit platzierten Treuhanddarlehen gute Erträge erzielt.

Eine weitere Möglichkeit wäre die Bildung einer Beteiligungsgesellschaft, was MA2 vorschlägt. Dies entspricht auch einer strategischen Zielsetzung der ABS im Bereich Anlegen. So soll «durch die Schaffung eines Instruments zur Kapitalisierung innovativer und nachhaltiger Firmen (Beteiligungsgesellschaft)» das «Engagement im Impact Investment» unterstrichen und «ein Beitrag an der Entwicklung innovativer Geschäftsmodelle sowie des Social Business» geleistet werden.⁶³

Allerdings fehlen nach Auskunft von MA3 der ABS derzeit die für einen solchen Ausbau unmittelbarer Investitionen nötigen Ressourcen und Kapazitäten. Das Anlagegeschäft soll schrittweise ausgebaut werden, und dabei haben andere Dinge wie insbesondere der Aufbau von Vermögensverwaltungsmandaten und in einem weiteren Schritt möglicherweise die Einführung eines eigenen Aktienfonds eine höhere Priorität. Dabei hofft man auch, aus diesen Projekten die Mittel zu generieren, um möglicherweise später eine Beteiligungsgesellschaft zu schaffen.

Der Stärkung des primärmarktlichen Anlagegeschäfts steht allerdings eine prinzipielle Grenze entgegen, nämlich das höhere Risiko primärmarktlicher Invest-

⁶¹ Dabei muss allerdings auch erwähnt werden, dass die Bank mit ihrem Ansatz des „aktiven Engagements und Dialogs“ Shareholder-Aktivismus betreibt. Vgl. www.triodos.de/de/privatkunden/investments/sri-strategie/aktives-engagement/.

⁶² Vgl. die Weisung „Treuhänderisches Darlehen“, 2011, S. 2.

⁶³ Teilstrategien, 2012, S. 6.

ments. Nicht umsonst wendet sich die ABS bei ihrem gegenwärtigen Angebot an treuhänderischen Darlehen und Privatplatzierungen an «risikobewusste Anlegerinnen und Anleger».⁶⁴ Und so zählen Investitionen in den Primärmarkt üblicherweise lediglich zu den sogenannten «Satellite-Anlagen», wie MA4 zu bedenken gibt. Sie eignen sich aufgrund der zumindest teilweise höheren Risiken nur als «Beimischung» jedenfalls in einem «gut diversifizierten Portfolio», in dem sekundärmarktliche Anlagen das «Fundament» bilden.

Das höhere Risiko von Verlusten, vor allem von Wertverlusten, ergibt sich offenbar vor allem gerade daraus, dass bzw. insoweit primärmarktliche Investments nicht sekundärmarktlich handelbar sind. Dies führe zu der «Herausforderung [challenge]», dass «Social Impact Investing» mit dem Problem der «Illiquidität» behaftet ist, da die Anleger ja nicht so ohne weiteres die Exit-Option wählen und den Titel verkaufen können – sei es, weil sie Kenntnis von anderen, «aufregenderen [exiting]» Anlagemöglichkeiten haben, nun aber an das nichtkотиerte Unternehmen gebunden sind, oder weil das Unternehmen an Ertragskraft einbüsst und damit an Wert verliert.⁶⁵ Man kann eben nicht beides haben, liesse sich anfügen: «Geldgeberinnen resp. -geber und Geldnehmerinnen resp. -nehmer in der Realwirtschaft zusammenzuführen»⁶⁶ und aneinander solidarisch zu binden einerseits, volle Flexibilität, Verfügbarkeit von Liquidität je nach Bedarf und geringe Risiken für Anleger andererseits.

Damit sei nicht gesagt, dass es sich bei den mit dem Begriff des «Risikos» bzw. seiner Vermeidung markierten Ansprüchen nicht um legitime Ansprüche handelte. Es ist eine graduelle Frage, inwieweit dieses Risiko als zumutbar zu betrachten ist bzw. inwieweit sich die Anleger dieses Risiko selbst zumuten möchten. Das Gewicht dieses Anspruchs – das Risiko kann ja bis zum Totalverlust der zur Verfügung gestellten Gelder reichen – zeigt sich darin, dass er rechtlich kodifiziert ist. Und so gibt MA3 zu bedenken, dass der Anteil des über den Primärmarkt ablaufenden Anlagegeschäfts auch darum so gering ist, weil die Regulierung kaum etwas anderes zulasse. «Darum ist es schwierig, sich stärker im Primärmarkt zu engagieren.» Bereits derzeit und allein schon mit Blick auf den Wertpapierhandel sei die Portfoliostruktur des Anlageuniversums durch die ABS-spezifischen «Einschränkungen» «suboptimal» hinsichtlich des sich ergebenden «Rendite/Risiko-Spektrums», wie MA6 zu bedenken gibt. Ähnliche Bedenken äussert MA7, der auf die auftragsrechtlichen Bestimmungen von Art. 398–400 OR verweist und hervorhebt: «Wir sind dem Kunden gegenüber verantwortlich», womit auf die Vermeidung von finanziellen Verlusten abgestellt wird. Wie erst sollte sich die Risikosituation für die Anlegerinnen und Anleger darstellen, wenn die ABS die primärmarktliche Dimension des Anlagegeschäfts stärkt?

⁶⁴ www.abs.ch/de/privatpersonen/geld-anlegen/anlageuniversum/.

⁶⁵ Vgl. Flechter, 2012; Hebb, 2013.

⁶⁶ www.abs.ch/de/privatpersonen/geld-anlegen/anlageuniversum/.

b) Mehr «Impact» durch Aktionärsaktivismus?

Eine weitere Möglichkeit der Überwindung des Dilemmas bestünde in einer aktiveren Wahrnehmung von Aktionärsrechten. Schliesslich erwirbt man mit einer auch sekundärmarktlich erworbenen Aktie nicht nur das Anrecht auf Dividendenausschüttungen und die «Chance» auf Wertsteigerungen, sondern auch Mitbestimmungsrechte und damit von Einflussmöglichkeiten, die über die Wahl der Exit-Option (den Verkauf von Titeln, der ohnehin einen allenfalls «indirekten» Einfluss hat) hinausgehen und die von Albert O. Hirschman als «Voice» bezeichnet wurden⁶⁷: Man erhebt seine Stimme an Generalversammlungen oder auch im Vorfeld in «vertraulichen Gesprächen», um so «die Entwicklung eines Unternehmens in die von den Aktionären als ethisch richtig verstandene Richtung zu beeinflussen», was auch unter dem Stichwort des (Shareholder-)«Engagements» fungiert.⁶⁸

MA4 zählt «die Ausübung der Aktionärsrechte sowie, in kritischen Fällen, den Dialog mit den betroffenen Unternehmen» zu den Bedingungen, um von einem «verantwortungsbewussten Anlegen» zu sprechen. Allerdings sei die ABS bei der Entwicklung des Aktionärsaktivismus «in den letzten Jahren stehen geblieben». Dies möchte MA4 ändern, da er hier «ein Potenzial sieht, unseren Impact auch bei Anlagen über den Sekundärmarkt zu steigern und unserer Verantwortung als ethisch reflektierter Bank gerecht zu werden». Dabei stellt MA4 den Aktionärsaktivismus überdies in einen Zusammenhang zum politischen Selbstverständnis der ABS. Denn ein solcher kritischer Dialog mit den Unternehmen, der auch gegenüber der Kundschaft sichtbar gemacht werden sollte, könnte eine «Sensibilisierung für aktuelle ethische Problemstellungen in einer globalisierten Wirtschaft über unsere Anlagekriterien hinaus» anstossen. Damit ist erneut die symbolische bzw. politische Dimension der ABS-Geschäftstätigkeit angesprochen, deren ethisches Wirkungspotenzial definitionsgemäss ungewiss ist, aber im Prinzip auch sehr hoch sein könnte.

MA6 gibt zu bedenken, «dass die ABS mit ihren geringen Investorengeldern nur sehr geringe Beteiligungen eingehen kann und somit ihr Einfluss mittels der Ausübung ihrer Aktionärsrechte gegen null tendiert». Damit allerdings wäre eher auf «Exit» abgestellt (man denke etwa an die Verweigerung der Entlastung des Vorstandes) denn auf «Voice», denn politisches Gehör kann man sich an Generalversammlungen ja auch mit einem kleinen Anteil verschaffen. Zu bedenken wäre allerdings auch, dass der Aufwand der Wahrnehmung einer aktiveren Rolle an Generalversammlungen mit Blick auf die Erlangung der entsprechenden Expertisen hoch sein dürfte. Etwas abgemildert werden könnte dieses Problem, indem man mit gleichgesinnten Organisationen Kooperationen eingeht oder sich in seinen Stimmrechten vertreten lässt.⁶⁹

⁶⁷ Vgl. zur Unterscheidung von „Exit“ und „Voice“ Hirschman, 1970.

⁶⁸ Sachverständigenengruppe „Weltwirtschaft und Sozialethik“, 2010, S. 19, vgl. auch S. 45 ff.

⁶⁹ Vgl. bereits Ethikbericht 2006, S. 8.

Wie bereits erwähnt, scheint Triodos die versprochene Wirksamkeit des sekundärmarktlichen Anlagegeschäfts hinsichtlich seiner «Nachhaltigkeit» (bzw. seiner Verantwortlichkeit und Legitimität) vor allem über das Aktionärsengagement sicherstellen zu wollen.

- «Mit dem Ziel, Unternehmen zu einer Verbesserung ihrer Nachhaltigkeitsperformance zu motivieren, nutzt Triodos Sustainability Research den Dialog, um
- das Bewusstsein für Nachhaltigkeit zu erhöhen
 - zu überzeugen
 - Veränderungen zu fördern.»⁷⁰

Es fragt sich allerdings, wodurch sich die Unternehmen «überzeugen» lassen können sollten und wie es allein durch «Dialog» möglich sein sollte, «möglichst grosse Wirkung» (im Sinne von mehr «Nachhaltigkeit») zu erzeugen. Dies könnte einerseits damit zusammenhängen, dass hinter dem «Dialog», der dem «Voice», also dem Überzeugen, zuzurechnen ist, letztlich doch Macht steht, nämlich die, die Exit-Option wählen zu können. So werden Unternehmen, welche auch nach einem «Dialog» ihr Verhalten nicht in gewünschter Weise ändern, aus dem haus-eigenen Investmentuniversum ausgeschlossen.⁷¹ Damit ist erneut der «indirekte Impact» angesprochen, allerdings nur im negativen Sinne (bestrafen statt fördern), und es fragt sich, ob ein Unternehmen diesen Ausschluss bekümmert. Selbst für einen solchen indirekten Impact muss vorausgesetzt werden, dass die Bank eine hohe Anzahl von Stimmrechten oder Kapitalanteilen des betreffenden Unternehmens kontrolliert.

Möglicherweise – und höchstwahrscheinlich – sind die Unternehmen allerdings darum im «Dialog» sensu Triodos ansprechbar, weil Triodos das als «nachhaltig» definiert, was sich für die Unternehmen «nachhaltig», also langfristig statt kurz-sichtig, auszahlt. Dass Triodos den Business Case vertritt, zeigt sich nicht nur an diesbezüglich unzweideutigen Grundsatzserklärungen,⁷² sondern etwa auch daran, dass die Bank «Dialoge» als den «Schlüssel» dafür ansieht, «die Ergebnisse von Geschäftsprozessen dieser Unternehmen zu verbessern» – gemeint ist offenbar eine ethische «Verbesserung» bzw. eine solche «in gesellschaftlichen und ökologischen Angelegenheiten» – und [offenbar dadurch] «ihre ‚License to operate‘ zu stärken, das heißt, ihnen damit mehr gesellschaftliche Legitimität für ihre wirtschaftlichen Aktivitäten zu verschaffen».⁷³ Mit «Legitimität» ist hier offenbar die

⁷⁰ Triodos Bank, 2013, S. 4.

⁷¹ www.triodos.de/de/privatkunden/investments/sri-strategie/aktives-engagement/.

⁷² „Triodos Investment Management und das Private Banking der Triodos Bank sind der Überzeugung, dass Unternehmen, denen ein wirkungsvoller Ausgleich dieser Interessen [aller infrage kommenden Interessengruppen] gelingt, auch maximalen Wert für ihre Stakeholder (was ihre Aktionäre einschließt) schaffen“ (Triodos, 2013, S. 2). Zwischen dem ethisch Verantwortbaren und der höchstmöglichen Erfüllung eigener Rentabilitätsinteressen bestehe also, vermutlich: „langfristig“, vollständige Harmonie, dem Wunder des Marktes sei offenbar Dank. Man beachte allerdings, dass das ethisch Richtige, welches zuvor mit dem Begriff der „Nachhaltigkeit“ suggestiv markiert wurde, nun auf einen „wirkungsvollen Ausgleich von Interessen“ heruntergestuft wurde, also offenbar auf ein jeweils bestehendes Machtgleichgewicht, dem ohnehin keine ethische Dignität zukommt.

⁷³ Triodos Bank, 2013, S. 2.

Akzeptanz gemeint bzw. die Unterstützung des betreffenden Unternehmens durch *für den finanziellen Erfolg relevante* Stakeholder.⁷⁴ Dass Triodos darauf abstellt, zeigt sich etwa darin, dass Triodos den Unternehmen die «momentane Bedeutung, die ein bestimmtes Thema innerhalb der Gesellschaft besitzt», nahebringen möchte, um sie so «von dem strategischen Wert von Verhaltensänderungen zu überzeugen». Diese an sich opportunistische Vorgehensweise wird ergänzt durch den Hinweis auf die «Wahrscheinlichkeit, mit der unsere Bemühungen zu einer Verhaltensänderung führen».⁷⁵ «Wahrscheinlich» ist nämlich eine «Verhaltensänderung» nur dann, wenn die Themen, die gerade gesellschaftlichen vogue bzw. «bedeutsam» sind, zugleich mit der nötigen Macht ausgestattet sind, für die Unternehmen Rentabilitätsrisiken oder auch -chancen zu erzeugen.

Da dieser Anknüpfungspunkt für ein wahrhaft verantwortungsvolles Anlagegeschäft ausgeschlossen ist, scheinen die Chancen für die Stärkung des «Impacts» des sekundärmarktlichen Anlagegeschäfts via Aktionärsaktivismus eher gering. Dabei würde man die Unternehmen ja nicht (moralisch) überzeugen, sondern ihnen aufzeigen, dass ihre tatsächlichen Gewinninteressen – angeblich – genau da liegen, wo auch der verantwortungsvolle Pfad ihrer Geschäftstätigkeit liegt. Möglicherweise liesse sich der Aktionärsaktivismus aber im Sinne verdienter Reputation interpretieren.⁷⁶ Dies auszuführen, könnte einer vertieften ethischen Untersuchung vorbehalten sein. Eine solche hält MA4 für die Beurteilung von Sekundärmärkten ganz generell für wünschenswert.

4. Spekulation, Blasenbildung und Anlagenotstand - Ethik des Sekundärmarktes

Auch wenn es zumindest schwierig ist, das Anlagegeschäft, soweit es sekundärmarktlich betrieben wird, mit der ABS-Mission, Anstösse für ein anderes, sozial und ökologisch verantwortungsvolleres Wirtschaften zu geben, in Einklang zu bringen, so liesse sich zugunsten des Ausbaus auch des sekundärmarktlichen Anlagegeschäfts vielleicht auch sagen: Es nützt zwar nichts (oder allenfalls sehr wenig), aber es schadet auch nicht. Dies allerdings lässt sich ebenfalls hinterfragen.

Was spricht eigentlich, losgelöst von der Impact-Frage, für oder gegen den Wertpapierhandel? Wir kommen der Frage näher, wenn wir zunächst fragen, warum die ABS sich – seit ihren Anfängen – gegen «Spekulation» ausspricht. «Wir sind eine Bank jenseits der Spekulation», hatte Verwaltungsratspräsident Eric Nussbaumer im Jahre 2010 festgehalten. Und auf der Website heisst es: «Spekulation und Gewinnmaximierung haben in der Anlagepolitik der ABS keinen Platz.» Letzteres ist klar. Aber was ist und was spricht gegen «Spekulation»?

⁷⁴ Der Business Case wurde letztmalig im Ethikbericht 2010 (Abschnitt 1.4, 4 und 5.6) zurückgewiesen. Vgl. auch Ethik-Kontrollstelle der Alternativen Bank Schweiz, 2007, Abschnitt 4.

⁷⁵ Triodos Bank, 2013, S. 4 f.

⁷⁶ Vgl. zum Konzept verdienter Reputation in Abgrenzung vom Business Case („Instrumentalismus“) Ethikbericht 2010, S. 34 f.

4.1 Was ist und was spricht gegen «Spekulation»?

Die Ethik-Kontrollstelle hat sich bereits im ergänzenden Bericht zum Ethikbericht 2006 ausführlich mit der «Spekulations»-Frage beschäftigt.⁷⁷ Das Ergebnis der Überlegungen lässt sich, mit einigen wenigen Neujustierungen, wie folgt zusammenfassen:

Es gibt prinzipiell zwei Formen der Erzielung von Kapitaleinkommen. Die Unterscheidung ergibt sich daraus, von wem das Geld stammt, welches sich im Kapitaleinkommen, im «Gewinn», niederschlägt.⁷⁸ Kapitaleinkommen können zum einen aus realwirtschaftlicher Wertschöpfung stammen: Ein Teil der erzielten Umsätze, die aus Zahlungen von Käufern gespeist werden, fliesst an die Eigenkapital- oder Fremdkapitalgeber. Erscheinungsformen sind Unternehmensgewinne, Dividenden oder Zinsen. Kapitaleinkommen lassen sich aber auch dadurch erzielen, dass man Anrechte auf Kapitaleinkommen, insoweit diese handelbar sind und in ihrem Nominalwert steigen oder fallen können, die also in Form von Wertpapieren vorliegen, verkauft. Natürlich entsteht nur dann ein Gewinn, wenn man das Wertpapier zuvor günstiger gekauft hat, als man es nun verkauft. Bezahlt wird man dann nicht von den Käufern der Produkte des betreffenden Unternehmens, sondern von anderen Investoren bzw. Anlegern. Das Kapitaleinkommen fällt hier als Kursgewinn an und wird durch den Verkauf als Veräusserungsgewinn realisiert. Werden im ersten Fall die Kapitaleinkommen auf dem Primärmarkt erzielt, so im zweiten Fall auf dem Sekundärmarkt. Wird im ersten Fall investiert, so im zweiten Fall allein angelegt – bzw. «spekuliert».

Der Begriff der «Spekulation» soll auf diese zweite Form der Erzielung von Kapitaleinkommen beschränkt werden, und er wird in der Regel auch mit dieser Praktik verbunden. Was aber sollte daran verwerflich sein? Schliesslich spielt sich die «Spekulation» ausserhalb der Realwirtschaft ab, eben zwischen «Spekulanten».⁷⁹ Natürlich liesse sich einerseits sagen, dass der «Dumme, der einem auch dann noch den Titel abnimmt, wenn der Kurs längst überhöht ist» (auf diese Möglichkeit weist auch MA4 hin), vom Clevereren, der vorzeitig aussteigt, «abgezockt» wird. Andererseits liesse sich einwenden: Wer ins Casino geht, das, *gemessen an realwirtschaftlichen Werten*, ein Nullsummenspiel ist, sollte wissen, worauf er sich einlässt.⁸⁰

Wie auch immer dieses Verhältnis zwischen Anlegern, die sich möglicherweise wechselseitig «abzocken», ethisch zu beurteilen ist, es bildet nicht den eigentli-

⁷⁷ Ethik-Kontrollstelle, 2007, S. 16 ff.

⁷⁸ Vgl. Thielemann, 2012a, S. 33 ff.

⁷⁹ Die dennoch bestehenden Verbindungen zwischen spekulativem Wertpapierhandel und Realwirtschaft werden derzeit mit Blick auf gestiegene Nahrungsmittelpreise kontrovers diskutiert. Doch selbst in den avanciertesten Studien, die hier durchaus einen Zusammenhang erblicken, werden die gestiegenen Nahrungsmittelpreise im Wesentlichen auf realwirtschaftliche Faktoren zurückgeführt, namentlich den globalen Ressourcen- bzw. Nachfragerwettbewerb. Vgl. Bass, 2013, S. 8; vgl. zum Wettbewerb zwischen Käufern, der zumeist unthematisiert bleibt, auch Thielemann, 2010, S. 229-257.

⁸⁰ Vgl. Thielemann, 2012a, S. 3 f.

chen Grund der Ablehnung von «Spekulation» durch die ABS. Der systematische Grund ist vielmehr der Folgende: «Spekulanten», also Anleger, die es letztlich auf Kursgewinne abgesehen haben und auf diese «spekulieren» und die ja auch der Realwirtschaft kein Geld zuführen (vom möglichen Luxuskonsum der Verkäufer der Titel abgesehen, so diese nicht reinvestieren), können an den realwirtschaftlich tätigen Unternehmen, an denen sie lediglich Anteile halten, um sie bei nächstbesther Gelegenheit an «dümmere» Anleger mit Gewinn zu veräussern, keinerlei intrinsisches Interesse haben. Dem Spekulanten «ist das Investitionsobjekt völlig egal», hatte damals einer der Befragten gesagt. Es bleibt einfach keine andere Motivation übrig als die, höchstmögliche Gewinne zu erzielen. Zwar könnte auch ein Investor das Unternehmen, in das er investiert, rein als Instrument seiner unstillbaren Renditewünsche begreifen und behandeln. Und schliesslich ist dies die Normalannahme innerhalb der Standardökonomik und sicher auch eine verbreitete Praxis, jedenfalls ausserhalb «alternativen» Finanzierens.⁸¹ Doch *könnte* sein Investment doch auch noch von anderen Beweggründen bestimmt sein. Kurzum: Die Ablehnung der «Spekulation» ist letztlich identisch mit der Ablehnung von Gewinnmaximierung. Wer «spekuliert», muss es auf höchstmögliche Gewinne abgesehen haben und auf sonst gar nichts.

Ein Weiteres, spezifisch auf die «spekulative» Form der Erzielung eines Kapitaleinkommens dürfte hinzukommen: In Spekulationsgeschäften werden an sich kostbare Finanzmittel, die doch den Wandel hin zu einer sozial-ökologisch verantwortungsvollen Wirtschaft vorantreiben könnten und sollten, verschwendet. Ebenfalls mag zur verbreiteten Ächtung von «Spekulation» beitragen, dass der «spekulativ» erzielte Veräusserungsgewinn leistungsfrei erzielt wird, da er sich ja allein zwischen Rentiers abspielt. Allerdings entstehen Kapitaleinkommen, rein und für sich betrachtet, auch im Falle realwirtschaftlicher Investitionen leistungsfrei. Nicht das Geld arbeitet, sondern dies tun die Beschäftigten des betreffenden Unternehmens.⁸² Doch immerhin hat es der Investor diesen ermöglicht, durch ihre Tätigkeit Einkommen zu erzielen, von denen er einen Anteil verlangt (und die investierte Summe irgendwann zurückfordert).

Der Einstieg der ABS in das im Wesentlichen ja sekundärmarktlich betriebene Anlagegeschäft bedeutet insofern einen Einstieg ins Spekulationsgeschäft.⁸³ Zwar könnten die Anleger die Aktien im Prinzip auch als Rentenpapiere halten und es vor allem auf die Dividendenzahlungen absehen – eine weitere, ethisch-realwirtschaftliche Verbindung zu dem betreffenden Unternehmen ist ja höchstens «indirekt» bzw. sehr marginal gegeben. Doch überwiegt die Aussicht auf Kursgewinne das Anlageverhalten in der Regel deutlich.⁸⁴ Und die echten Rentenpapiere, die Obligationen also, werden vor allem als Beimischung ins Portfolio gelegt, um die Risiken zu zähmen. Was also sollte eine Anlegerin oder einen An-

⁸¹ Vgl. zur korrespondierenden neuen Radikalität im Management Thielemann, 2009, S. 7 ff., 65 ff.

⁸² Vgl. Thielemann, 2010, S. 365 und die dort angegebenen Quellen.

⁸³ Damit ist *nicht* gemeint, dass durch das Wertpapiergeschäft die Gewinnmaximierung (der Anleger) in die ABS Einzug halten müsste oder gehalten hätte.

⁸⁴ Rosen, 2004, S. 29.

leger an einem Unternehmen anderes interessieren als die «spekulative» Aussicht, dass die Titel, die es einmal ausgegeben hat, in ihrem Wert steigen werden?

Falsch daran ist nicht, dass sich die «Spekulation» «kurzfristig» vollzieht. Zwar ist der realwirtschaftlichen Investition ein stärkeres Moment der langfristigen Bindung ans Investitionsobjekt inhärent (weil man schwerer aus dem Investment wieder aussteigen kann; oder natürlich: weil man diese Bindung aus ethischen Gründen will), doch ergibt sich die definitionsgemäss «spekulative» Erzielung von Veräusserungsgewinnen (ansonsten wäre es ja Zufall) nicht zwingend aus dem High-Frequency-Trading. Gerade überragende Wertsteigerungen sind vor allem durch sehr frühzeitiges Einsteigen und insofern durch Buy-and-Hold erzielbar.⁸⁵ Abgesehen davon, dass zwischen «Spekulation» und «Kurzfristigkeit» also kein zwingender Zusammenhang besteht,⁸⁶ ist auch unklar, warum ein auf häufige Käufe und Verkäufe ausgerichteter und insofern «kurzfristiger» Wertpapierhandel (der allein als «spekulativ» klassiert wird) irgendwann «ethisch nicht mehr vertretbar» sein sollte.⁸⁷ Die Begründung scheint darin zu liegen, dass «das Spekulieren mancher Akteure auf dem Markt das Vermögen sämtlicher Anlegerinnen und Anleger beeinträchtigen kann».⁸⁸ Abgesehen davon, dass schwer vorstellbar ist, dass diese anderen «Anlegerinnen und Anleger» nicht auch ihrerseits auf Wertsteigerungen spekuliert haben, müsste die «Beeinträchtigung» ihrer angelegten Vermögensbestände darin bestehen, dass diese unter ihren Einstiegspreis gedrückt werden, sie also zu spät eingestiegen sind. Die Bösewichte wären dann allerdings nicht die heutigen «Spekulanten» bzw. Wertpapierverkäufer, sondern diejenigen Anleger, von denen diese anderen Anleger die Titel zu offenbar überhöhten Preisen erworben haben. Oder doch sie selbst, weil sie durch ihre Käufe selbst den Kurs über sein fundamental gerechtfertigtes Niveau gehoben haben?

4.2 Dient das Anlagegeschäft der Blasenbildung?

Gegen den eo ipso «spekulativen» Wertpapierhandel sprechen weniger individuelle Gründe (im Verhältnis der Anleger zueinander), sondern volkswirtschaftliche Gründe. *In realwirtschaftlichen Werten gemessen* muss der Wertpapierhandel ein Nullsummenspiel sein, in dem der eine auf Kosten des anderen gewinnt.⁸⁹ Faktisch und *in Nominalwerten gemessen*, ist der Wertpapierhandel

⁸⁵ Vgl. exemplarisch Dill, 2010, S. 113 f.

⁸⁶ Vgl. bereits Ethik-Kontrollstelle 2007, S. 16-18.

⁸⁷ Arnspenger, 2013, S. 11.

⁸⁸ Anlagekonzept, 2013, S. 5.

⁸⁹ „An den Finanzmärkten wird offenbar in großem Maßstab ein Spiel gespielt, bei dem es auf die Rendite von Sachanlagen gar nicht ankommt. Man setzt gar nicht auf die Dividende (oder den Zins), die man mit einer Anlage auf lange Sicht erzielen kann, sondern man hofft darauf, dass der Preis des gerade gehaltenen Vermögenstitels kurzfristig [oder langfristig, a.d.V.] steigt. Wenn zum Beispiel viele Anleger glauben, dass die Aktienkurse zulegen, und daraufhin große Summen in Aktien investieren, dann steigen die Aktienkurse tatsächlich genau deswegen – weil so viele daran glauben.“ Es kann sich allerdings nur um fiktive Werte handeln: „Auf den Finanzmärkten werden keine Werte geschaffen, sondern es wird nur umverteilt. Der Gewinn des einen ist der Verlust des Anderen.“ Flassbeck, 2010a, S. 25. Vgl. auch Flassbeck, 2010b, Schulmeister, 2010, S. 44; zahlreiche weitere Quellen in Peukert, 2013, S. 57, 214, 238.

allerdings ein massives Positivsummenspiel. «Alles geht hoch», merkt MA1 an. Die Assetwerte steigen unaufhörlich.

Betrug der Umfang der Finanzvermögen und damit der Verschuldungsgrad der Realwirtschaft gegenüber dem Finanzsystem im Jahre 1980 noch 120% der Weltwirtschaftsleistung, so ist er über 355% im Jahre 2007 auf heute 312% angestiegen.⁹⁰ Die Bail-out-Politik der Staaten hat das Platzen der Finanzblase, welches sich 2007/2008 ereignete, verhindert. Die expansive Politik der Notenbanken tut ein Übriges, um die Assets abzusichern, unter anderem indem die Billigzinsen den Wertpapierkauf auf Pump anheizen. Selbst der IWF fragt sich, ob es nicht auch «too much finance» geben könne.⁹¹ «Vor zehn Jahren waren die Aktien, Anleihen und Bankanlagen der Welt noch 100 Billionen Dollar wert, heute sind es rund 270 Billionen – das Vierfache der Weltwirtschaftsleistung.»⁹² Innerhalb der Europäischen Union wuchsen die Vermögensbestände der Finanzinstitute von 270% des EU-BIP im Jahre 2001 auf 360% im Jahre 2011.⁹³

Die entscheidende Frage ist: Wer soll die Renditen erwirtschaften, die diesem gigantisch und gegenüber der realwirtschaftlichen Wertschöpfung weit überproportional angewachsenen Finanzvermögenstopf korrespondieren müssten?⁹⁴ Im hier betrachteten Zusammenhang relevant ist vor allem die Frage, inwieweit der überproportionale Zuwachs der Finanzvermögen einerseits aus dem Sparverhalten der Wohlhabenden resultiert bzw. aus den Gewinnen der Unternehmen, sich also dem Entzug von Geld aus dem realwirtschaftlichen Kreislauf aus Produktion und Konsumption verdankt, oder andererseits dem sich kaskadenartigen Aufschaukeln der Assets im Wertpapierhandel. Dieser kennt offenbar – von eruptiven Krisen abgesehen, deren Löcher sogleich durch Bail-outs und Geldpolitik wieder gestopft werden – nur eine Richtung: die nach oben. Diese Frage kann hier nicht beantwortet werden. Der Anteil, den der spekulative Wertpapierhandel am Wachstum der nominellen Vermögensbestände hat, dürfte jedenfalls bedeutsam und nicht bloss marginal sein.

Problematisch ist die sekundärmarktliche Entstehung einer Blase weniger wegen des Wettbewerbsdrucks, dem die realwirtschaftlichen Akteure ausgesetzt sind, indem sie um die Gunst des global anlagesuchenden Kapitals wetteifern. Denn die sekundärmarktliche Blase kommt ja in der Realwirtschaft gar nicht an. Systematisch problematisch ist sie vielmehr aus Gründen des Geiselhaftheitsproblems bzw. der «too big to fail»-Problematik: Bewertungsabschläge könnten die Banken in die Insolvenz treiben und den Zahlungsverkehr zum Erliegen bringen und damit dem Kreislauf von Produktion und Konsumption, von dem jeder Erdenbürger in

⁹⁰ Lund u.a., 2013. Vgl. auch Peukert, 2013, S. 248 f.; Stelter, 2013, S. 13 f., 56 f., 99 f., 169; Cecchetti/Mohanty/Zampolli, 2011, S. 1, 5 ff.; Chesney, 2013; Summers/Summers, 1989, S. 272.

⁹¹ Arcand/Berkes/Panizza, 2012.

⁹² Kaufmann, 2013.

⁹³ Liikanen, 2012.

⁹⁴ Vgl. zum korrespondierenden Problem der Überforderung der realwirtschaftlichen Akteure durch die Kräfte des Finanzsystems, in der die Finanzkrise letztlich begründet ist, Thielemann, 2013a.

einer Marktwirtschaft existenziell abhängt, schweren Schaden zufügen. Der moralische Skandal der sekundärmarktlichen Blase besteht in der Nötigung, die die «Spekulanten», indem sie Finanzblasen erzeugen und den Zahlungsverkehr in Geiselhaf nehmen, auf die Steuerzahler ausüben, um ihre an sich illusionären Nominalwertsteigerungen nun von den Steuerzahlern ausbezahlt oder, qua Bürgschaften, abgesichert zu bekommen. (Die Nötigung dehnt sich übrigens auch auf die Nutzniesser öffentlicher Leistungen aus, die sich nun einzuschränken haben, da den Bail-outs ihnen gegenüber Vorrang eingeräumt wird.)

Die Frage ist, wie sich die ABS, da sie nun in den zur Blasenbildung neigenden Wertpapierhandel eingestiegen ist, zu diesem Problemkreis stellt. Ohne auf den hier dargelegten volkswirtschaftlichen Zusammenhang abzustellen, wird Wert darauf gelegt, bei «spekulativen Übertreibungen» (MA4) nicht mitzumachen. Dies wird, wie MA4 weiter ausführt, etwa dadurch zu erreichen versucht, dass man sich in den Empfehlungen an die Anlegerinnen und Anleger an den «fundamentalen Werten» orientiert und von der sonst üblichen «Benchmarkorientierung» (mit Hilfe derer der Markt möglichst «geschlagen» werden soll) Abstand nimmt. Zu der «Zähflüssigkeit» (MA5), die die ABS in ihren Wertpapierhandel bzw. in ihre Empfehlungen eingebaut hat, zählt etwa, dass man «die Volatilität der Märkte nicht voll ausnutzen möchte» (MA4):

«Wenn Titel überbewertet sind, möchten wir nicht auf der Welle mitreiten. Denn das ist gar nicht unser Ziel. Wenn ein Titel nicht fundamental gerechtfertigt ist, empfehlen wir, rechtzeitig auszustiegen. Da es ein spekulativer Markt ist, ist er davon abhängig, wie sich andere verhalten, die möglicherweise einem Herdentrieb folgen. Da wollen wir nicht mitmachen. Massgeblich soll die fundamentale Bewertung sein, und zwar diese auch in der ethischen Dimension. Dies hat dann möglicherweise zur Folge, dass wir mit unserem Titel bereits vorher nicht in einer Aktienmarktblase stecken. Wir empfehlen, dann zu verkaufen, wenn der Titel [nach oben, in die Bullenrichtung] abrauscht. Allerdings folgt die Kundschaft nicht in allen Fällen unserer Empfehlung.» (MA4)

Die Begründung dafür, «die Spekulation nicht anzuheizen» und «die Blase nicht mit voranzutreiben» (MA5), ist allerdings eher unklar. Ins Feld geführt wird vor allem der (nicht volkswirtschaftsethische, sondern individualethische) Gesichtspunkt des Anlegerschutzes. Schliesslich habe man gegenüber der Anlagekundschaft auch eine «Sorgfaltspflicht» (MA4). Allerdings müsste man dann die Kundschaft wohl vor allem vor einem Einstieg in den heute möglicherweise – und wahrscheinlicherweise – überhöhten Wertpapiermarkt schützen, was allerdings dem Ausbau des Anlagegeschäfts entgegenstünde. Stattdessen besteht die erwähnte «Zähflüssigkeit» in einer Mischung aus Halte- und Verkaufsempfehlungen, nämlich in einer Bremsung der (allein als «spekulativ» bezeichneten) Frequenz des Handels einerseits, in der Empfehlung des Verkaufs gehaltener Titel im Falle bullenartiger Übertreibungen andererseits, wodurch den Anlegerinnen und Anlegern zwar mögliche Windfallprofits entgehen, aber auch geringere Risiken entstehen.

So wünschenswert diese Mässigung vielleicht auch sein mag, die Begründung dafür bleibt unklar. Was spricht eigentlich material dagegen, «durch noch längeres

Halten zusätzliche Gewinne» zu erzielen⁹⁵ und im «Herdenverhalten» mitzuschwimmen, um an sich erreichbare Kursgewinne einzustreichen? Schliesslich hat der Ausbau des Anlagegeschäfts doch den Sinn, für die Kundschaft «höhere Erträge zu erzielen, etwa indem wir das Geld der Kundschaft im Aktienmarkt anlegen, der höhere Renditen [als das Zinsgeschäft] generiert» (MA4). Dies scheinen auch viele Kundinnen und Kunden nicht einzusehen, wie nicht nur der obige Hinweis verrät, dass Teile der Kundschaft den Empfehlungen zum, aus Rentabilitäts-sicht: vorzeitigen Verkauf von Titeln häufig nicht folgen,⁹⁶ sondern auch die Erlaubnis zum Daytrading, allerdings unter der Bedingung, dass die Kundin oder der Kunde vorher bekanntgibt, mehrere Transaktionen des gleichen Titels am gleichen Tag in Auftrag geben zu wollen.⁹⁷ Dass da ein Drang der Kundschaft besteht, Kursgewinne in dafür günstigen Momenten einzustreichen, darauf verweist auch, dass einer der Vorteile der anvisierten Einführung von Vermögensverwaltungsmandaten darin bestehen soll, «Verzögerungen» bei der «Ausführung notwendiger Transaktionen» zu vermeiden (die Erlaubnis der Kundschaft müsste ja nicht mehr für jede Transaktion eingeholt werden), wobei hierfür allerdings nicht die Gewinnerzielung bzw. Kursgewinnmitnahme ins Feld geführt wird, sondern die Verlustvermeidung bzw. die Senkung «finanzieller Risiken für die Kundschaft».⁹⁸

4.3 Bietet der Sekundärmarkt einen Ausweg aus dem Anlagenotstand?

Der materielle Grund für die Mässigung könnte vielmehr vor allem darin liegen, dass die ABS ihre volkswirtschaftliche Verantwortung wahrnimmt. Warum eigentlich sollte das Anlagegeschäft einen Ausweg aus der Schwierigkeit bieten, im Zinsdifferenzgeschäft nennenswerte positive Deckungsbeiträge zu erzielen? Warum sollte es im sekundärmarktlichen Anlagegeschäft leichter möglich sein, Kapitaleinkommen zu generieren (wobei diese dann die Anlegerinnen und Anleger erzielen und die ABS daran nur insofern verdient, über Gebühren nämlich, als die Kundschaft ihr Geld von der ABS anlegen oder sich in Sachen Geldanlage beraten lässt)? Und wenn man noch bedenkt, dass der «Impact» im Kreditgeschäft unzweifelhaft gegeben ist, warum sich dann nicht darum bemühen, diese doch erheblichen Mittel, die die ABS mittlerweile betreut, dem Bereich Finanzieren zuzuführen?

Die Antwort auf die letzte Frage dürfte von vornherein klar sein. «Theoretisch» sei es richtig, dass die Anlagegelder im Kreditgeschäft besser aufgehoben wären, meint etwa MA2. «Doch haben wir nicht genug Kreditkunden.» Im Kreditgeschäft herrscht ja Anlagenotstand.⁹⁹ Zudem sei die Verzinsung der überschüssigen Li-

⁹⁵ Vgl. Arnsperger 2013, S. 16.

⁹⁶ Es gibt allerdings auch Fälle, in denen die Kundschaft aus ethischen Gründen einem Unternehmen (bzw. seinen Titeln) entgegen den durch Risiko/Rendite-Überlegungen bestimmten Empfehlungen die Treue halten, worauf MA5 und MA2 verweisen.

⁹⁷ Vgl. die Weisung zum Effektenhandel, 2012, S. 4.

⁹⁸ Vgl. ABS-Anlagekonzept, 2012, S. 3.

⁹⁹ Vgl. bereits Ethikbericht 2012, S. 7 f., 17 f.

quidität, die daraus resultiert, nicht nur sehr tief, auch sei der Impact bei der Verwaltung dieser Gelder im so genannten Nostro-Handel sehr gering, denn auch diese Mittel würden teilweise am Sekundärmarkt gehandelt, wie MA4 informiert. Darum sei es nicht so, dass die Anlagegelder im hypothetischen Fall, dass man sie in die eigene Bilanz holen könnte, dort mit Blick auf den Impact besser aufgehoben wären (MA3). Und «angesichts des Tiefzinsumfeldes» sei es «viel schwieriger, das Inbilanz-Geschäft weiterzuentwickeln» (MA3). Weil daran weder die ABS noch deren Geld bringende Kundschaft noch viel verdienen kann.

Darum «möchten die Kunden» ja «mehr als nur Sparprodukte. Sie möchten Aktien und Obligationen» (MA2). Aber warum sind damit mehr als nur, wie im Zinsdifferenzgeschäft, mickrige Renditen zu erzielen? Die systematische Antwort dürfte darin zu finden sein, dass man mit dem sekundärmarktlichen Anlagegeschäft Teil einer Finanzblase ist, die möglicherweise gigantische Ausmasse angenommen hat, deren Platzen – oder auch: deren kontrollierter Abbau – aber politisch verhindert wird, da dies zu einer Weltwirtschaftskrise führen dürfte.

Nicht nur die ABS befindet sich ja im Anlagenotstand, wenn dieser auch «durch die ABS-Politik, welche ein sehr eingeschränktes ABS-Universum [auch im Kreditbereich] mit sich bringt» (MA4), verstärkt werden mag. Der Anlagenotstand ist auch nicht auf die Schweiz beschränkt, wie MA3 unter Hinweis auf die Wechselkurspolitik der SNB meint, wenn er innerhalb einer reifen und reichen Volkswirtschaft wie der Schweiz auch stärker ausgeprägt sein mag als in anderen, weniger entwickelten Volkswirtschaften.

Um die Dramatik der Situation zu erfahren, lohnt es sich, auf Vermögensmanager zu hören, die von der Überakkumulationskrise in gelegentlichen offenen Worten freimütig berichten: «In den letzten Jahrzehnten haben wir alle, im staatlichen und im privaten Bereich, in einem Ausmaß Schulden aufgebaut [und die Gegenseite Vermögen], dass das System nicht mehr funktionieren kann.»¹⁰⁰ Derzeit gebe es noch einige «Zufluchtsorte». Doch bald werden auch diese sich als «ungeeignet» herausstellen. «Heute geht es nicht mehr um Rendite. Es geht darum, das Kapital zu erhalten und über die Runden zu bringen.»¹⁰¹

Der Anlagenotstand zeigt sich etwa darin, dass steigende Gewinne mit abnehmenden Investitionen einhergehen.¹⁰² Werner Vontobel sieht den Anlagenotstand darin begründet, dass zu hohe Anteile der realwirtschaftlichen Wertschöpfung den Gewinneinkommen zufließen und damit die Konsumnachfrage geschwächt wurde. Die Folge ist, dass die Unternehmen, die sich «mit ihren tiefen Löhnen gegenseitig die Nachfrage kaputt gemacht haben, ... ihre Überschüsse zwangsweise auf den Kapitalmärkten anlegen» müssen, wo sie «die eine oder andere Blase auslösen». Die Tiefzinspolitik der Zentralbanken sei nur eine Folge dieses Anlagenotstandes.¹⁰³ Auch der «liberale» Ökonom Carl Christian von

¹⁰⁰ Auch für das Folgende, Zulauf, 2012.

¹⁰¹ Vgl. zum Problemkomplex auch Thielemann, 2012b, 2012c.

¹⁰² Vgl. für Deutschland Böcklerimpuls, 2011.

¹⁰³ Vontobel, 2011.

Weizsäcker sieht die Welt in einer Überakkumulationskrise. Es gebe keine Kreditklemme, sondern einen Anlagenotstand, weil immer mehr gespart werde, «aber es gibt nicht genügend Möglichkeiten, das Kapital zu investieren», und zwar gerade weil immer mehr gespart wird, liesse sich hinzufügen.¹⁰⁴ Dies erkläre, warum «die Kreditinstitute doch gar nicht wissen, wohin mit dem Geld».

Dies erklärt auch, warum sich im Sekundärmarkt noch Renditen erzielen lassen, oder dies jedenfalls so erscheint: Der realwirtschaftliche Verkehr ist sozusagen ausgequetscht. Die Gewinnchancen (für Banken: die Zinsmargen) sind tief, unter anderem gerade weil die Gewinne hoch sind und damit die realwirtschaftliche Nachfrage tief - auch dank vieler Jahre «neoliberaler» Politik der «Hofierung» des Kapitals.¹⁰⁵ Als Ausweg, so die These, basteln die Anleger an einer Blase, d.h., sie schaukeln die Nominalwerte der Wertpapiere hoch, und wenn der eine hier und da einen Kursgewinn realisiert, gilt dies für alle anderen als Zeichen, dass die Wertsteigerungen nicht etwa fiktiv, sondern real sind. Dies sieht im Kern auch MA1 so: Es gebe, vor allem in der Schweiz, «zu viel Kapital. Es ist wahnsinnig. Wir können all dieses Kapital nicht verarbeiten», d.h. in der Realwirtschaft, die allein reale Werte schaffen kann, mit Gewinn investieren. Die Folge ist, dass diese «überschüssigen Gelder» (deren Überschüssigkeit sich auch aus dem «Zwangsparen», d.h. des kapitalgedeckten Systems der Altersvorsorge ergebe) «die Blase speisen». Dass der Ausbau des Anlagegeschäfts den realwirtschaftlichen Anlagenotstand beseitigen könne, sie «nur Psychologie», d.h. eine Illusion, mit der man sich beruhigt.

Eigentlich, so MA1 weiter, «müsste man sich, aus Verantwortung vor unserer Kundschaft, die Frage stellen, ob man nicht vom Anlagegeschäft abraten müsste». Zwar wisse man nicht, «wann es kehrt», d.h., wann das Kartenhaus zusammenbricht. Sollte dies passieren, «sagen wir uns womöglich, dass wir mehr hätten warnen sollen». Jedenfalls habe die ABS «die Aufgabe, die Kundschaft über die Gefahren [des sekundärmarktlichen Anlagegeschäfts] aufzuklären».

4.4 Das ABS-Anlagegeschäft jenseits spekulativer Blasenbildung

Die Probleme, die hiermit angesprochen sind, überfordern die ABS, wie jeden einzelnen Akteur, jede einzelne Bank, und sei sie noch so gross. Sie betreffen die gegenwärtige ökonomische Grosswetterlage, unter deren Bedingungen die ABS agieren muss und mit der sie sich zu arrangieren hat, und zwar sollte sie dies so verantwortungsvoll wie möglich tun, wobei auch Beiträge zur Überwindung der Situation im Sinne ordnungspolitischer Mitverantwortung im Auge zu behalten sind, die hier allerdings nicht zur Diskussion stehen sollen.¹⁰⁶

Soweit ersichtlich ohne diese volkswirtschaftliche Situation im Auge zu haben, sondern aus Gründen des Anlegerschutzes, versucht die ABS wie erwähnt, das

¹⁰⁴ Weizsäcker, 2013.

¹⁰⁵ Vgl. Thielemann, 2013b.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu bereits Ethikbericht 2012, S. 4 f., 32 ff. - Einige Auswege aus der Überakkumulationskrise werden in Thielemann 2013a und 2013b skizziert.

sekundärmarktlich betriebene Anlagegeschäft vom spekulativen Blasenaufbau fernzuhalten. Die Frage, ob die ABS nicht mit dem sekundärmarktlich betriebenen Anlagegeschäft am Blasenaufbau mitwirke, bejaht MA4. Damit sei die ABS (bzw. ihre Anlagekundschaft) «Teil eines spekulativen Marktes». Das sieht auch MA5 so: «Wir sind eingebunden in einen Markt, der strukturell Blasen erzeugt.» Doch gehe die ABS damit so um, dass sie sich möglichst «am Rand hält». Die Antwort auf den Umstand, dass «im Sekundärmarkt in der Tat eine Blase geschaffen wurde», lautet, so MA3, dass «wir unserer Kundschaft nicht empfehlen, dabei mitzumachen».

Ob dies allerdings möglich ist, darf bezweifelt werden. Insoweit die ABS hierbei den Schutz der Anleger im Auge hat – der dann ein Selbstschutz vor ihrer kurz-sichtigen «Gier» wäre –, dürfte es zwar gelingen, die Betroffenheit vom Absturz des einen oder anderen Titels zu verhindern, vorausgesetzt, die betreffende Anlegerin oder der betreffende Anleger lässt sich überzeugen. Doch besteht darin ja, selbst unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes, gar nicht das eigentliche Problem. Da es kaum eine andere plausible Erklärung für den Run auf den Wertpapierhandel *im Ganzen* gibt, an dem teilzuhaben ja als Nutzung der «Gunst» der Stunde (bzw. «des Marktes») begriffen wird,¹⁰⁷ als die, dass hier Gewinne – in Form von Kursgewinnen nämlich – erzielt werden, die realwirtschaftlich fiktiv sind, die also aus einer Blase gespeist werden, würden im Falle des Platzens der Blase, die nur eine Frage der Zeit ist, alle Titel nach unten gezogen. Oder, womit die volkswirtschaftliche Dimension bzw. Verantwortung angesprochen wäre, die Anleger würden durch den Steuerzahler geschützt bzw. «herausgehauen».

Doch wie sollte die ABS, sei es aus der Verantwortung für ihre Anlagekundschaft (die angesichts der erwartbaren Bail-outs möglicherweise ohnehin überflüssig ist) oder aus volkswirtschaftlicher Verantwortung, da herauskommen? Diese Frage stellt sich auch MA6, und er verweist dabei auf den vielleicht beunruhigenden Umstand, dass selbst Finanzprofis, gestandene Professoren der Finanzwissenschaft etwa, hinter vorgehaltener Hand zugäben, dass sie keinen Durchblick mehr hätten. Da eine Blase «zig Jahre anhalten» könne, kann das Problem über lange Zeit unerkannt bleiben. Es besteht, ohne dass man es spürt. Nun steht die ABS aber im Wettbewerb mit anderen Banken, die beim Blasenspiel «mitmachen» und die «dann z.B. eine höhere Verzinsung» böten. Eine höhere, als fundamental eigentlich gerechtfertigt ist, wäre hinzuzufügen. Darum kommen ja die Kundinnen und Kunden, vor allem solche, die ihr Vermögen nicht nur einigermaßen rentabel, sondern auch ethisch verantwortungsvoll angelegt wissen wollen, zur ABS und sagen: Das wollen wir auch. «Und wenn man da nicht mitmacht», so MA6 weiter, «wird man vom Kunden meist abgestraft.» Die ABS wäre dann «noch vor dem Platzen der Blase aus dem Markt draussen». Was hülfe es da, wenn sie mit ihren Warnungen vor dem Platzen «Recht behalten» hätte?

Kann sich die ABS aus dem forcierten Einstieg in das sekundärmarktliche Anlagegeschäft heraushalten? Dies scheint eine ökonomisch existenzielle Frage zu sein. Vermutlich kann der allgemeine Anlagenotstand so nur scheinbar überwunden

¹⁰⁷ Teilstrategien, 2012, S. 5.

werden. So ist es ja vor dem Hintergrund des bisher Gesagten vollkommen unklar, wie aus dem «Anlagenotstand», dem etwa auch Pensionskassen ausgesetzt seien, der ABS eine «Chance» erwachsen können sollte, die sie durch den Ausbau des Anlagegeschäfts nutzen könnte.¹⁰⁸ Woher sollten die Renditen denn kommen, wenn realwirtschaftliche Investitionen kaum mehr Verzinsungen abwerfen? Offenbar aus Vermögenswertsteigerungen, die allerdings letztlich fiktiv sind.

Ein Ausweg, der von diesem Problem nicht betroffen ist, könnte in Auslandsinvestitionen liegen. So bestehe ein Kapitalüberschuss bzw. ein Anlagenotstand vor allem dann, «wenn man die Schweiz betrachtet» (MA1). Es sei der «Konjunkturabschwung *in der Schweiz*», der den «Investitionsbedarf in einem ohnehin übersättigten Markt» weiter «reduziert».¹⁰⁹ Warum dann nicht die «überschüssigen Gelder» (MA1) im Ausland anlegen bzw. investieren? So verweist MA3 auf «die globale Dimension». In diese könne man allerdings im Kreditgeschäft wegen der regulatorischen Vorgaben nicht vordringen, weshalb, wie MA4 ergänzt, «der Anlagenotstand» für die ABS ja «vor allem» bestehe. Demgegenüber habe die ABS «im Anlagegeschäft mehr Freiheitsgrade. Hier können wir unter Umständen auch im Ausland anlegen.» Dass es der ABS erst «das Anlagegeschäft erlaubt, auch internationale Wertschriften anzubieten» (MA3), hängt vor allem mit den bald einzuführenden Vermögensverwaltungsmandaten zusammen, deren «Vorteil» gemäss MA7 unter anderem darin bestehe, «dass wir dann auch Fonds anbieten dürfen, die keine schweizerische Zulassung haben. Damit können wir stärkere Impact-Produkte anbieten.»

Der Vorteil dürfte allerdings vor allem darin bestehen, den Anlagenotstand zu überwinden, und zwar mehr als in einer bloss fiktiven Weise.¹¹⁰ Dies jedenfalls, wenn die «überschüssigen Gelder» vor allem in Entwicklungs- und Schwellenländern angelegt - und letztlich: dort investiert - würden. Denn in der Tat besteht der Anlagenotstand bzw. die «Sparschwemme [savings glut]» gemäss Ben Bernankes bahnbrechender Rede aus dem Jahre 2005 vor allem für «reife», «wohlhabende Länder». Diese seien es, die nur noch über «begrenzte Möglichkeiten für Investitionen verfügen».¹¹¹ In den weniger entwickelten Volkswirtschaften dürften die Investitionschancen hingegen noch bei weitem nicht ausgeschöpft sein.

Ein Beispiel für eine solche Umleitung investiver Mittel aus überkapitalisierten Volkswirtschaften wie der Schweiz in unterkapitalisierte Volkswirtschaften lässt sich in Mikrofinanzkrediten erblicken, wie sie auch die ABS anbietet. Dieser Strategie stehen allerdings zwei Kalamitäten entgegen. Zum einen muss der Schuldendienst, also Zinsen und Tilgung, volkswirtschaftlich gesehen letztlich wieder in der heimischen Ausgangswährung, also in Schweizer Franken, geleistet wer-

¹⁰⁸ Vgl. Teilstrategien, 2012, S. 5.

¹⁰⁹ Teilstrategien, 2012, S. 2, Hvh.d.V.

¹¹⁰ Diesen Weg scheint auch die Triodos Bank einzuschlagen, deren Anlagekundschaft „in Wertpapieren von an den *internationalen* Börsen gelisteten Unternehmen anlegen“ kann, dabei natürlich vorausgesetzt, dass diese sich durch „Nachhaltigkeit“ ethisch auszeichnen. Vgl. Triodos Bank, 2013, S. 1, Hvh.d.V. Dabei ist allerdings anzumerken, dass das „Anlegen“ allein nicht ausreicht.

¹¹¹ Bernanke, 2005.

den.¹¹² Denn mit, sagen wir, peruanischen Nuevo Sol lässt sich in der Schweiz wenig anfangen. Dies manifestiert sich für die schweizerischen Kreditgeber als «Länderrisiko».¹¹³ Volks- bzw. weltwirtschaftlich gesehen, muss der Schuldendienst letztlich durch Güter- oder Dienstleistungsexporte in das kapitalexportierende Land geleistet werden, dies zwar nicht von den Kreditnehmern unmittelbar, aber von deren Kundschaft oder von einer weiter vorgelagerten Kundschaft des Landes, die, als Anbieter von Leistungen, der Schweiz ihre Produkte anbietet. Der Ausweg Auslandsinvestitionen zwingt diese Länder also zum Export. Und es ist fraglich, ob dies wünschenswert ist. Dies auch, und darin liegt die zweite Kalamität, weil damit der globale Wettbewerb weiter entfacht wird, in der Schweiz also Arbeitsplätze gefährdet werden könnten, wie wahrscheinlich dies auch immer sein mag und wie schwer oder leicht dem Druck auch immer begegnet werden kann.

5. Fazit und Empfehlungen

Die Entscheidung zwischen einem weiteren Einstieg bzw. Ausbau oder gar einem Ausstieg aus dem Anlagegeschäft – ein Verharren auf dem gegenwärtigen Stand scheint aus Rentabilitätsgründen nicht in Frage zu kommen – kann die Ethik-Kontrollstelle der ABS nicht abnehmen. Möglicherweise handelt es sich um eine existenzielle Frage. Sollte das Projekt ABS durch einen Ausstieg gefährdet werden, so käme dieser sicher nicht in Frage. Dies gilt auch schon nur für den Fall, dass der Bedeutungszuwachs des Leuchtturms ABS als Vorbildunternehmen beeinträchtigt würde. Allerdings darf das Wachstum der ABS niemals ein Wachstum um jeden Preis sein. Es darf die Identität der ABS nicht gefährden.

Dass der Einstieg ins Anlagegeschäft, in den Wertpapierhandel bzw. ins Kommissionsgeschäft, ein «Kompromiss» ist,¹¹⁴ diese Feststellung gilt auch heute noch, wenn die Begründungen dafür auch heute klarer vorliegen dürften. Man muss aber auch sehen, dass der Kompromisshaftigkeit des Anlagegeschäfts keine gravierenden Fehlritte korrespondieren. Die ethische Wirkkraft, der «Impact», mag gering sein oder gar gegen null tendieren. Doch ist er im Bereich Finanzieren, im In-Bilanzgeschäft also, tatsächlich so viel höher? Gut 70% der Ausleihungen fließen in Wohnliegenschaften, von denen zwar 23,3% dem ethisch besonders vorbildlichen ABS-Immobilien-Rating entsprechen,¹¹⁵ doch bilden Liegenschaften gesamtwirtschaftlich gesehen nicht gerade den Gravitationspunkt eines anderen, sozial-ökologisch verantwortungsvolleren Wirtschaftens. Und was die höchstwahrscheinliche Mitwirkung an der Blasenbildung anbelangt, so ist es erstens immerhin besser, wenn eine wachsende Anlagekundschaft sich den in Sachen «Spekulation» bremsenden Empfehlungen der ABS unterstellt, die überdies mit der Botschaft ethisch verantwortungsvollen Wirtschaftens zwingend verbunden

¹¹² Vgl. etwa Gaeth, 2009, S. 70.

¹¹³ Vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Länderrisiko>. Dieses Risiko besteht darin, dass der ausländische Schuldner nicht in der Lage sein könnte, „die zur Rückzahlung der Fremdwährungsverbindlichkeiten erforderlichen Devisen zu beschaffen“.

¹¹⁴ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 2 f.

¹¹⁵ Geschäftsbericht 2012, S. 8.

sind, als dass sie ihre überschüssigen Gelder Vermögensverwaltern anvertrauen, für die das alles keine Rolle spielt oder deren ethische Deklarationen mehr Schein als Sein sind. Und zweitens spielt es volks- und weltwirtschaftlich kaum eine Rolle, ob auch der Winzling ABS an der Blasenschraube dreht oder nicht.¹¹⁶

Der Ausweg aus der bloss Kompromisse zulassenden Situation bestünde im Übrigen ja auch darin, dass die «überschüssigen Gelder» der Wirtschaft nicht investiv, sondern konsumptiv zur Verfügung stünden bzw. gestellt würden. Dass sie also den Wirtschaftskreislauf nicht erweitern, sondern erhalten.¹¹⁷ Wirtschaftspolitisch liefe dies auf eine höhere Besteuerung hoher Einkommen und Vermögen hinaus. Auf der Ebene individuellen Handelns möglicherweise in der Ermunterung und Unterstützung in Sachen Spenden. Die GLS Bank jedenfalls bietet mit der GLS Treuhand diesbezüglich Beratungsdienstleistungen an, um eine «Schenkungskultur» zu fördern,¹¹⁸ und hat vor kurzem ein «Spendenportal» lanciert.¹¹⁹ Dies soll hier gar nicht empfohlen werden, aber immerhin als Möglichkeit in den Raum gestellt werden. Abgesehen von den Aussichten auf nennenswerte Resonanz (und den Kosten) könnte ähnlichen Initiativen seitens der ABS entgegenstehen, dass damit ihr Ruf als ein auch finanzökonomisches «Erfolgsmodell»¹²⁰ Schaden nehmen könnte.

Wie dem auch sei. Insofern dem Anlagegeschäft keine gravierenden, die Identität der ABS als «ethischer Bank» gefährdenden Eigenschaften zwingend anhaften und insofern die ABS aus den in Abschnitt 2 genannten, vor allem ökonomischen Gründen kaum umhinkann, das Anlagegeschäft auszubauen, kommt es ja auch darauf an, wie man das Anlagegeschäft betreibt. Dabei ist nicht nur an seine tatsächliche Ausgestaltung zu denken, sondern auch an die Botschaften, die mit ihm verbunden und verbreitet werden, womit erneut die symbolisch-politische Dimension der ABS angesprochen ist. Hierzu seien abschliessend einige Beobachtungen zusammengefasst und einige Empfehlungen ausgesprochen.

- Mit der ABS tritt die ethische Reflektiertheit in das Anlagegeschäft der Schweiz ein.¹²¹ Diese gilt es überhaupt in die Wirtschaft zu treiben. Dem gegenüber steht ein Wirtschaften (oder Anlegen), welches sich um die eigene Verantwortbarkeit nicht schert, sondern nur am eigenen Erfolg interessiert ist, oder ein solches, welches sich an angeblich eindeutigen Normenkatalogen orientiert, die nur noch «anzuwenden» seien.¹²² Diese ethi-

¹¹⁶ Natürlich ist dies kein verallgemeinerungsfähiges Argument. Hier aber geht es um die Frage, ob der Ausbau des Anlagegeschäfts mit „gravierenden Fehlritten“ verbunden ist. Und Nicht-Verallgemeinerungsfähigkeit ist kein solcher.

¹¹⁷ Die Idee der ABS wie überhaupt des Social Bankings besteht nicht unbedingt im Ausweiten, nicht im BIP-Wachstum, sondern im Umlenken des Wirtschaftsprozesses hin zu einem stärker sozial und ökologisch verantwortungsvollen Wirtschaften. In Zeiten des Anlagenotstands wird dies allerdings offenbar immer schwieriger.

¹¹⁸ www.gls.de/privatkunden/ueber-die-gls-bank/organisation/gls-treuhand/.

¹¹⁹ www.gls.de/privatkunden/ueber-die-gls-bank/presse/pressemitteilungen/gls-spendenportal-geht-an-den-start/.

¹²⁰ Vgl. Ethikbericht 2009, Abschnitt 4.1.

¹²¹ Vgl. Teilstrategien, 2012, S. 5; Anlagekonzept, 2013, S. 5, 20.

¹²² Vgl. Ethikbericht 2010, Abschnitt 3.1.1; Ethikbericht 2011, Abschnitt 4.1.

sche Reflektiertheit gilt es zu erhalten und möglichst zu stärken und auszubauen. Sie ist in der Tat die *Differentia specifica* der ABS gegenüber zumindest den allermeisten Anbietern «nachhaltigen», dem eigenen Anspruch nach ethisch verantwortungsvollen Anlegens, Investierens und Finanzierens. Damit einher geht die Botschaft an die Kundschaft und ggf. an die breitere Öffentlichkeit, dass nicht überall da, wo «Ethik» (oder «Nachhaltigkeit») draufsteht, auch «Ethik» (oder «Nachhaltigkeit») drinnen steckt. Damit einher geht auch: Wer zur ABS kommt, macht es sich nicht leicht. Die Dinge sind aber auch nicht leicht. Er oder sie hat jedenfalls die Gewähr, dass dem eigenen Anspruch, die Gelder ethisch verantwortungsvoll zu verwenden (ansonsten käme man ja nicht zur ABS), so sorgfältig und umsichtig wie irgend möglich nachgekommen wird. (Dies freilich unter der einschränkenden Bedingung der Zumutbarkeit für die ABS, die Kosten der ethischen Sorgfalt und Reflektiertheit tragen zu können.)

- Um den «Impact» zu stärken, sollte der Fokus auf den Primärmarkt verstärkt und die Gelder möglichst direkt in der Wirtschaft investiert statt anderen Anlegern übergeben werden. (Die Idee ist, verantwortungsvolles Wirtschaften gegenüber weniger verantwortungsvollem oder gar unverantwortlichem Wirtschaften im Wettbewerb zu stärken.) Vielleicht könnte dies zum Grundsatz erhoben werden und der sekundärmarktliche Teil des Anlagegeschäfts lediglich um der Risikominderung willen beigemischt werden. Der primärmarktlichen Seite den Vorrang einzuräumen, bedeutet dabei nicht, dass im Ergebnis ihr Anteil höher ausfallen müsste als die sekundärmarktliche Seite. Die Risikoseite steht ja nicht in der Verfügung der ABS. In ihrer Verfügung steht nur, wie mit dieser umzugehen ist.
- Im sekundärmarktlichen Anlagegeschäft hat das ethische Rating im Wesentlichen eine symbolische Bedeutung und praktisch keine realwirtschaftliche Steuerungswirkung. Diese symbolische Bedeutung hat dennoch wegen ihres Signalcharakters einen Sinn, wofür sie freilich kommuniziert werden muss. Mit einem Negativkriterium für Aktienrückkäufe, welches MA1 vorschlägt, würde beispielsweise eine Botschaft gegen eine von der Realwirtschaft abgekoppelte und insofern sinnlos gewordene, finanzialisierte Konzernwirtschaft ausgesendet.
- Der für die ABS gewichtige Grundsatz der Transparenz würde eigentlich bedeuten, dass der Anlagekundschaft in Sachen Impact und Blase reiner Wein eingeschenkt werden müsste über die Bedenken, die diesbezüglich bestehen oder bestehen müssten. Dies allerdings könnte die Kundschaft verschrecken und die zusätzlichen finanziellen Erfolge, die durch den Ausbau des Anlagegeschäfts doch eigentlich erzielt werden sollen, schmälern. Für den Umgang mit diesem Konflikt gibt es keine einfache Antwort. Möglicherweise muss ein Mittelweg gefunden werden. Im Zweifel jedoch gebührt der Transparenz und Offenheit der Vorrang. Möglicherweise stärkt diese Offenheit ja gar die ABS, weil die Kundschaft die ethische Ernsthaftigkeit der ABS erkennt (verdiente Reputation).

6. Ergebnisprotokoll ausgewählter weiterer Untersuchungsfelder des Anlagegeschäfts

- Auch im Anlagegeschäft weicht die ABS nicht von der ersten Tugend jeder ernsthaft betriebenen Unternehmensethik ab, nämlich der Entthronung des Gewinns als oberstes Prinzip der Geschäftstätigkeit.¹²³ Als Schlaglicht soll der Hinweis genügen, dass das für das Rating massgebliche Konzept einer «Triple Bottom Line» nicht, wie sonst üblich, mit dem Anspruch verbunden wird, eine bestmögliche Erfüllung *jedes* der drei Kriterien, also von «Ökonomie» (Rentabilität), «Ökologie» und «Gesellschaft», gewährleisten zu können, was im Ergebnis auf den Glauben an einen «Business Case for Ethics» hinausläuft und damit die Annahme, höchstmögliche Gewinne seien in voller Harmonie mit einem ökologisch und sozial verantwortungsvollen Wirtschaften, zu Unrecht stützt. Vielmehr handelt es sich um drei Gesichtspunkte, die alle ihre Berechtigung haben, wobei die Aufgabe verantwortungsvollen Managements im Allgemeinen und des Bankings im Besonderen darin besteht, einen Ausgleich zwischen diesen konfligierenden Gesichtspunkten zu finden, was mit dem (nicht ganz treffenden) Begriff des «Augenmasses» belegt wird.¹²⁴ Diese Entthronung des Gewinns zeigt sich etwa darin, dass beim Rating «auf einen sonst in der Branche üblichen [finanziellen] Benchmarkvergleich bewusst verzichtet» wird, unter anderem, «weil durch diesen Vergleich Renditemaximierung induziert wird» und «viele Unternehmen, die in traditionellen Benchmarks enthalten sind, die erreichten Renditen mit eben denjenigen Praktiken erwirtschaften, die mit nachhaltigen Anlagen vermieden werden sollen».¹²⁵
- Ebenso wie zur Zeit des Ethikberichts 2006¹²⁶ verhält sich die ABS nicht opportunistisch gegenüber der Kundschaft, indem sie deren manifeste Wünsche pauschal als «ethisches Investment» ausgäbe. Der Nicht-Opportunismus zeigt sich etwa in öffentlichen Stellungnahmen auf der Website wie der folgenden: «Nicht alles, was als nachhaltig bezeichnet wird, ist es auch.»¹²⁷ Er zeigt sich auch darin, dass «Kontroversen und Zielkonflikte im Anlagegeschäft ... offen angesprochen» werden sollen. Sie werden nicht etwa gelöst, indem «die Interessen der Anlegerinnen und Anleger» einfach pauschal akzeptiert werden, sondern «gegenüber den ethischen Prinzipien und der Glaubwürdigkeit der Bank» abgewogen werden.¹²⁸ Den Weg zur ABS findet ohnehin in der Regel nur eine Kundschaft, die ihre «Verantwortung für Ihr Geld ... nicht am Bankschalter abgeben» möchte,¹²⁹ sondern mit den KundenberaterInnen verantwortungsvolles Anlegen ethisch klären möchte. Sollten doch einmal allzu «stark renditefokussierte» Kundinnen oder Kunden zur ABS gelangen, die «kein grosses

¹²³ Vgl. Ethikbericht 2010, Abschnitt 4.

¹²⁴ Vgl. Anlagekonzept, 2013, S. 5 f.

¹²⁵ Anlagekonzept, 2013, S. 8 f.

¹²⁶ Vgl. Ethikbericht 2006, Abschnitt 5.1.

¹²⁷ www.abs.ch/de/privatpersonen/geld-anlegen/anlageuniversum/.

¹²⁸ Vgl. Teilstrategien, 2012, S. 6 f.

¹²⁹ www.abs.ch/de/firmen-institutionen/geld-anlegen/verantwortungsbewusst-anlegen/.

Verständnis für Nachhaltigkeit und Impact» haben, so «müssen wir diesen Kunden klarmachen, dass wir nicht die richtige Bank für sie sind» (MA3).

- Mit Blick auf die ethische Qualität der Zusammensetzung der Portfolios wird eine einseitige Ausrichtung auf die (risikoadjustierte) Rentabilität, die sich daraus ergeben könnte, dass aus dem ABS-Anlageuniversum vor allem die rentabelsten Anlagen ausgewählt werden und sich ein mit Blick auf den Impact unausgewogenes Portfolio ergäbe, der Konzeption nach durch die Anlageberatung verhindert. Hierbei bestehen allerdings gewisse Konflikte zwischen Impact einerseits, risikogewichteter Rentabilität andererseits.
- Die Ethik-Kontrollstelle steht der Auslagerung des ABS-Ratings, die derzeit diskutiert wird, äusserst skeptisch gegenüber. Die Gründe dafür wurden bereits im Ethikbericht 2007 formuliert.¹³⁰ Zusammengefasst: Dann ist die ABS nicht mehr «unique», wie es Eric Nussbaumer damals formulierte. Eine «Auslagerung der ‚ethischen Kärnerarbeit‘ würde die ethische Identität der ABS verwässern» und die ABS in ihrem Anlagegeschäft zu einer «Vertriebsorganisation» herabstufen, deren ethische Kompetenz sich im «Rating des Ratings» anderer erschöpfte. Auf der Website heisst es heute: «Wir beurteilen und überprüfen unser Anlageuniversum im Hinblick auf den Unternehmens-Impact.»¹³¹ Dies müsste man dann streichen. Ebenso den Satz: «Die Unternehmen überprüfen wir regelmässig auf Grundlage unserer ABS-spezifischen Selektionskriterien.» Zur ethischen Beurteilung von Unternehmen (und Staaten sowie weiteren Organisationen) gehören nicht nur die «ABS-Kriterien», die auch andere Ratingagenturen vielleicht «im Wesentlichen» mögen «abbilden» können, was MA4 als Bedingung für ein Outsourcing des Ratings formuliert. Wie wahrscheinlich es auch immer sein mag, eine entsprechende Ratingagentur zu finden, etwa eine solche, die nicht vom Virus des Business Case infiziert ist,¹³² so ist die ethische Beurteilung doch keine technische Aufgabe, die an Drittanbieter ausgelagert werden könnte, sondern stets auch eine Frage der Abwägung und der Gesamtbeurteilung. Diese sollte die ABS möglichst nicht aus der Hand geben. Warum sollte die Anlagekundschaft dann noch den Weg zur ABS finden, wenn die «ethische Reflektiertheit», jedenfalls in Sachen Anlagegeschäft, dort nicht mehr material zu Hause ist?

7. Literatur

Arcand, J.-L./Berkes, E./Panizza, U.: Too Much Finance?, IMF Working Paper 12/161, 2012, www.imf.org.

Arnsperger, Christian: Das VV-Mandat. Ethischer Stresstest, Präsentation beim ABS-Verwaltungsrat, Olten, 28. Mai 2013.

¹³⁰ Vgl. Ethikbericht 2006, S. 7, 28-30.

¹³¹ www.abs.ch/de/privatpersonen/geld-anlegen/anlageuniversum/.

¹³² Vgl. exemplarisch Ethikbericht 2006, S. 26 ff. – Dass dieser Virus nach wie vor verbreitet ist, zeigt sich etwa im Falle Triodos, vgl. oben Abschnitt 3.5 b).

- Bernanke, B.: The global saving glut and the US current account deficit, Rede, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10. März 2005, www.federalreserve.gov.
- Bass, Hans-Heinrich: Finanzspekulation und Nahrungsmittelpreise. Anmerkungen zum Stand der Forschung, Materialien des Wissenschaftsschwerpunktes «Globalisierung der Weltwirtschaft», Bd. 42, Universität Bremen, Bremen 2013.
- Böcklerimpuls 2/2011: Gewinne werden kaum noch investiert, www.boeckler.de/pdf/impuls_2011_02_2.pdf.
- Brest, Paul/Born, Kelly: When Can Impact Investing Create Real Impact?, in: Stanford's Social Innovation Review, Herbst 2013, www.ssireview.org/up_for_debate/article/impact_investing.
- Cecchetti, St.G./Mohanty, M.S./Zampolli, F.: The real effects of debt, BIS Working Papers, September 2011, www.bis.org.
- Chesney, Marc: Der Liberalismus und die Logik des Finanzsektors, in: Neue Zürcher Zeitung, 1.7.2013, S. 15, www.responsiblefinance.ch.
- Deibler, Lutz: Nachhaltige Investitionen der Alternativen Bank Schweiz AG, Gastreferat, 24. Juni 2013.
- Dill, Alexander: Täuschwirtschaft. Wie die Wirtschaft sich selbst und uns alle betrügt, München 2010.
- Ethik-Kontrollstelle der Alternativen Bank Schweiz: Ethische Grundsätze für das Fondsanlagegeschäft der ABS - die Sicht des VR, St. Gallen 2007.
- Flassbeck, Heiner: Die Marktwirtschaft des 21. Jahrhunderts, Frankfurt a.M. 2010.
- Flassbeck, Heiner: Finanzkrise und kein Ende, Forum Alpbach, 13.8.2010 (2010b), http://tadema.de/2010_3/flasbeck.pdf.
- Flechter, Luke: Social Impact Investing, Advocates for International Development, August 2012, <http://a4id.org/sites/default/files/user/Social%20Impact%20Investing.pdf>.
- Gaeth, Frank: Grameen-Bank: Mikrokredite für Menschen ohne Einkommenssicherheiten. Eine explorative Studie im Hinblick auf Transfermöglichkeiten, Hans-Böckler-Stiftung 2009, hbs3.boeckler.de/pdf_fof/S-2008-174-4-1.pdf.
- Hebb, Tessa: Impact investing and responsible investing: what does it mean?, Carleton Now, Mai 2013, <http://carletonnow.carleton.ca/may-2013/impact-investing-and-responsible-investing-what-does-it-mean/>.
- Hirschman, Albert O.: Exit, Voice, and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and States, Cambridge 1970.

- Kaufmann, Stephan: Worte statt Taten, Frankfurter Rundschau, 27. Juli 2013, www.fr-online.de.
- Kuhn, Norbert: Kommentar zum Gesetzentwurf der Bundesregierung «Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)», Deutsches Aktieninstitut, 11. Januar 2013, www.dai.de.
- Liikanen, Erkki (Vorsitzender der High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector): Final Report, Brüssel, 2. Oktober 2012, ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.
- Lund, Susan/ u.a.: Financial globalization: Retreat or reset?, McKinsey Global Institute, März 2013, www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization.
- Peukert, Helge: Die große Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise. Eine kritisch-heterodoxe Untersuchung, 5. aktualisierte Aufl., Marburg 2013.
- Prätsch, Joachim/Schikorra, Uwe/Ludwig, Eberhard: Finanzmanagement, 3. Aufl., Berlin/Heidelberg 2007.
- Rosen, Rüdiger: Aktie versus Rente. Aktuelle Renditevergleiche zwischen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt a.M. 2004, www.toptraderlounge.com/pdf/studien/Studie-26.pdf.
- Sachverständigengruppe «Weltwirtschaft und Sozialethik»: Mit Geldanlagen die Welt verändern? Eine Orientierungshilfe zum ethikbezogenen Investment, Bonn 2010, www.dbk.de/fileadmin/redaktion/diverse_downloads/presse/wag-br_018-ethisches_investment.pdf.
- Schulmeister, Stephan: Mitten in der grossen Krise. Ein «New Deal» für Europa, Wien 2010.
- Simons, Robert/Mintzberg, Henry/Basu, Kunal: Memo to: CEOs: Business is at a crossroads, in: Fast Company, Nr. 59, Juni 2002, www.fastcompany.co/oine/59/ceo.html.
- Stelter, Daniel: Die Billionen-Schuldenbombe: Wie die Krise begann und warum sie noch lange nicht zu Ende ist, unter Mitarbeit von Veit Etzold, Ralf Berger und Dirk Schilder, Weinheim 2013.
- Summers, Lawrence H./Summers, Victoria P.: When financial markets work too well: A cautious case for a securities transactions tax, in: Journal of Financial Services Research, 3 (1989), 261-286, http://stevereads.com/papers_to_read/when_financial_markets_work_too_well.pdf.
- Thielemann, Ulrich: Kommentar zum Beitrag von Klaus Leisinger («Der Gute darf nicht der Dumme sein - Zur Bedeutung von Anreizsystemen für das Manage-

ment Development»), Deutsches Netzwerk Wirtschaftsethik, 19.12.2009, www.dnwe.de/news-mr/items/der-gute-darf-nicht-der-dumme-sein---zur-bedeutung-von-anreizsystemen-fuer-das-management-development.html (2009a).

Thielemann, Ulrich: System Error. Warum der freie Markt zur Unfreiheit führt, Frankfurt a.M. 2009 (2009b).

Thielemann, Ulrich: Wettbewerb als Gerechtigkeitskonzept. Kritik des Neoliberalismus, Marburg 2010.

Thielemann, Ulrich: Ethik des Finanzmarktes. Die unverstandene Rolle des Kapitals als angeblicher «Diener der Realwirtschaft», in: Zschaler, F.E./Meck, S./Kleine, J. (Hrsg.), Finethikon. Jahrbuch für Finanz- und Organisationsethik, Bd. 2, Stuttgart 2012, S. 31-60 (2012a); www.mem-wirtschaftsethik.de/blog/blog-einzelseite/article/ethik-des-fi/.

Thielemann, Ulrich: Der Streit der Ökonomen, MeM-Blog, 17.7.2012 (2012b), www.mem-wirtschaftsethik.de/blog/blog-einzelseite/article/der-streit-d/.

Thielemann, Ulrich: Grundproblem verkannt. Peer Steinbrücks halbherzige Vorschläge zur «Bändigung der Finanzmärkte», MeM-Blog, 3.10.2012 (2012c), www.mem-wirtschaftsethik.de/blog/blog-einzelseite/article/grundproblem/.

Thielemann, Ulrich: Schulden- oder Vermögenskrise? Welches Anregungspotential bietet der biblische Schuldenerlass des Deuteronomiums?, MeM-Blog, 29.9.2013 (2013a), www.mem-wirtschaftsethik.de/blog/blog-einzelseite/article/schulden-od/.

Thielemann, Ulrich: Warum es nicht mal mit Protektionismus versuchen? Zur Frage, ob wir den Euro abschaffen und zu nationalen Währungen zurückkehren sollten, MeM-Blog, 16.4.2013 (2013b), www.mem-wirtschaftsethik.de/blog/blog-einzelseite/article/warum-es-nic/.

Thielemann, Ulrich: Der falsche Zauber von «Nachhaltigkeit» als gesamtgesellschaftlicher Leitformel, 300 Jahre Nachhaltigkeit, Bundesamt für Naturschutz, Vilm, 1. November 2013 (2013c),

www.mem-wirtschaftsethik.de/fileadmin/user_upload/mem-denkfabrik/2013/Nachhaltigkeit_DerFalscheZauber.pdf.

Triodos Bank: Unser Ansatz für Investments in börsennotierte Aktien und Anleihen, 2013, www.triodos.de/downloads/SRI-Fonds-Downloads/investmentansatz/investmentansatz.pdf.

Vontobel, Werner: Die Mutter aller Finanzkrisen: zu hohe Unternehmensgewinne, Ökonomenstimme, 14.3.2011, www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/03/die-mutter-aller-finanzkrisen-zu-hohe-unternehmensgewinne/.

Weizsäcker, Carl Christian von: Macht mehr Schulden!, in: Der Spiegel, 52/2013, S. 64 f., www.spiegel.de/spiegel/print/d-124097507.html.

Winninghoff, Ellie: The New Candy: Impact Investors Scale to Solve the World's Social and Environmental Problems, in: Financial Advisor, März 2011,

www.fa-mag.com/news/the-new-candy-6786.html.

Wohleb, Dirk: Impact Investing. Mit gutem Gewissen investieren, Manager Magazin, 13.12.2012, www.manager-magazin.de/politik/deutschland/a-872606.html.

Zulauf, Felix: «Es wird unendliches Leid über Europa gebracht» (Interview), Handelsblatt online, 4.6.2012.