

# Die Ethik globaler Finanzmärkte: *Contradictio in adiecto*?

HANS G. NUTZINGER\*

*Rezension zu Bernhard Emunds (2014): Politische Wirtschaftsethik globaler Finanzmärkte, Heidelberg: Springer.*

## 1. Der Gegenstand

Bernhard Emunds, Professor für Christliche Gesellschaftsethik und Sozialphilosophie an der Philosophisch-Theologischen Hochschule St. Georgen in Frankfurt/M., legt hier mit seiner nahezu 500 Seiten starken Monographie eine thematisch umfassende Darstellung politischer Wirtschaftsethik im Bereich globaler Finanzmärkte vor. Er hält es dabei im Hinblick auf die naturrechtliche Tradition der Katholischen Soziallehre „für bereichernd, wirtschaftliche Praktiken und Institutionen an solchen ethischen Zielsetzungen und Traditionen zu messen, in denen gesellschaftliche Erfordernisse und Erwartungen an wirtschaftliches Handeln zum Ausdruck kommen“ (S. VIII). Allerdings erscheint es ihm „nicht (mehr) möglich, einen Sachzweck zu postulieren“, welcher dem wirtschaftlichen Handeln durch die göttliche Schöpfungsordnung vorgegeben ist (ebd.), was jedoch die Verantwortung der wirtschaftlichen Praxis, gemessen an ethischen Normen, keineswegs ausschließt, sondern geradezu erfordert.

Der Anwendungsbereich der hier entwickelten Ethik ist die in Teil III des Buchs entwickelte internationale Finanzwirtschaft. Zuvor werden in Teil II nationale Finanzsysteme und Grundlagen dargestellt, und es wird eine finanzethische Konkretion der politischen Wirtschaftsethik entwickelt. Vorangestellt sind diesen Überlegungen in Teil I die Impulse aus der „Römischen Sozialverkündigung“, also aus den wirtschaftlich und gesellschaftlich relevanten Lehrschriften der Päpste seit der Enzyklika „*Rerum Novarum*“ (1891) von Leo XIII. Die Aussagen konkretisieren sich in den Bereichen „Internationale Solidarität und universales Gemeinwohl“, „Gesellschaftliche Entwicklung“, „Entwicklungsförderliche Weltwirtschaft“ und „Private Finanzwirtschaft“. Für jeden dieser Bereiche werden wichtige „offene Fragen“ herausgearbeitet, für die „private Finanzwirtschaft“ etwa die ungeklärte Art ihres Beitrags zu Wertschöpfung und wirtschaftlicher Entwicklung (vgl. S. 43).

## 2. Nationales Finanzsystem

Obwohl es zentral um globale Finanzmärkte geht, ist die einführende Darstellung des nationalen Finanzsystems in Kapitel 2 hilfreich. Seine zentralen Institutionen – die Finanzmärkte, die Finanzinstitute (Geschäftsbanken, Investmentbanken, weitere gewinn-

---

\* Prof. (em.) Dr. Hans G. Nutzinger, Poststr. 4, D-69151 Neckargemünd, Tel.: +49-(0)6223-71226, E-Mail: hansnutzinger@web.de, Forschungsschwerpunkte: Wirtschafts- und Unternehmensethik, Partizipation, Grundfragen der Wirtschaftspolitik, Geschichte des ökonomischen Denkens.

orientierte Finanzdienstleister), die Zentralbank, die Finanzaufsicht – werden auch unter dem Gesichtspunkt ihrer Wirkung auf die Gesamtwirtschaft zusammengefasst, wobei (auch bei den in Deutschland nicht unbedeutenden öffentlichen Banken) privatwirtschaftliche Prozesse und Strukturen im Vordergrund stehen, die weitgehend synonym mit den Begriffen „Finanzsystem“ und „Finanzwirtschaft“ bezeichnet werden. Vor diesem Hintergrund werden die modernen (nationalen) Finanzsysteme gut verständlich. Das gilt besonders für die gesamtwirtschaftlichen Funktionen des Finanzsystems (Abschnitt 2.2), die ausführlich vorgestellt werden, also z.B. für die Geldversorgung, die Abwicklung des Zahlungsverkehrs, die Finanzierung, aber auch für die (indirekte) Informationsverarbeitung und Ressourcenallokation durch Kapitalmärkte und Geschäftsbanken. Umstritten ist dabei vor allem die von neoliberaler Seite in verschiedenen Versionen behauptete Informationseffizienz des Kapitalmarkts. Hier macht Emunds wichtige, auf den Besonderheiten der „Anlagenbranche“ beruhende Vorbehalte geltend, die gerade die Verarbeitung von Informationen über künftige Unternehmenserträge – das Herzstück der Effizienzhypothese – empirisch als ziemlich defizitär erscheinen lässt (vgl. S. 63). Die wichtige Finanzierungs- und die Finanzanlagefunktion wird durch die „Synthese“ der Finanzintermediation zusammengebracht, wobei vor allem in zeitlicher Hinsicht „ein intertemporaler Tausch von Kaufkraft“ (S. 68) erfolgt.

Beim Thema „Kapitalnehmerkontrolle“, speziell „Unternehmenskontrolle“, wird eine Anspruchsgruppe („Stakeholder“) besonders ins Auge gefasst, nämlich die (Fremd- und Eigen-)Kapitalgeber, die eine finanzbezogene Unternehmenskontrolle ausüben, welche wirksam nur von großen Anleger(gruppe)n wahrgenommen werden kann. Normale Wertpapierbesitzer sind dazu kaum, wenn überhaupt, bereit und in der Lage. Emunds listet die (möglichen) positiven Wirkungen der Kapitalnehmerkontrolle gewissenhaft auf, bevor er – auch vor dem Hintergrund der globalen Finanzkrise 2008/2009 – auf die Funktionsdefizite, wie beschränkten Zugang zu Krediten, eingeht. Spekulation, verstanden als profitable Ausnutzung kurzfristiger Kurs- und Preisschwankungen, erscheint als besonders störungsbehaftet, da oftmals spekulative Elemente in die Absicherung durch Termingeschäfte eingehen, da es zu erhöhten kurzfristigen Schwankungen („mehr Volatilität“) bei den Marktpreisen kommt, z.T. sogar durch bewusstes Verhalten großer Marktteilnehmer, wenn sich länger dauernde Hausse-Erwartungen mit entsprechender Bildung von Preisblasen („bubbles“) entwickeln und so schließlich erhebliche Schuldenlasten in der anschließenden Rezession bei den kapitalnehmenden Unternehmen aufhäufen. Eng damit verbunden sind die als Bankenkrise und/oder als Crash auf Vermögensmärkten auftretenden Finanzkrisen, die vor allem „als konjunkturelle Phänomene zu begreifen“ sind (S. 99).

Staatliche Gegenmaßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems sind (1) Einlagensicherungsfonds der Geschäftsbanken, (2) Geldversorgung heimischer Geschäftsbanken durch die Zentralbank, (3) die mögliche Verteuerung für die Ausleihe von Bargeld an die Geschäftsbanken zur Senkung der Attraktivität der Kreditvergabe und damit zur Begrenzung der Kreditexpansion und schließlich (4) Eigenkapitalanforderungen an die Geschäftsbanken (wie „Basel III“). Sie werden von anderen Formen der Finanzregulierung begleitet, wie z.B. von Vorschriften über eine flächendeckende und schichtenübergreifende Versorgung der Bevölkerung (in den USA) oder von letztlich wenig erfolgreichen Versuchen, die Geschäftsbanken aus dem Wertpapier- und Versicherungsgeschäft

hinauszudrängen. Beim Wandel der nationalen Finanzsysteme geht Emunds von der institutionellen Ausprägung des Bankensystems im Verhältnis zum Investmentsegment aus, wobei er in den bankendominierten Finanzsystemen Japans, Deutschlands und anderer Länder Kontinentaleuropas auch heute noch den Typ der umfassenden Universalbank vorherrschend sieht. Diesem Typ haben sich seit den 1980er Jahren die zuvor streng getrennten Banken des angloamerikanischen Raums zumindest partiell angenähert, wie der Autor (vgl. S. 112f.) ausführt.

Die Konsequenz: Heute sind weltweit das Investment- und das Bankensegment eng miteinander verbunden (vgl. S. 114). Dabei kommt aus Sicht der Banker dem durch Finanzinnovationen und hohe Beratungshonorare besonders profitablen Investmentgeschäft eine herausragende Bedeutung zu. Dazu passt, dass das Kredit- und Einlagengeschäft weiterhin die nationalen Geschäftsbanken dominiert, während „die Investitionssegmente der nationalen Finanzsysteme durch große grenzüberschreitende Transaktionsvolumina eng miteinander verbunden“ (S. 114) sind. Hierbei ist es zu einer Ausdifferenzierung von Derivaten verschiedener Stufen gekommen, die sich aber letztlich auf eine sehr viel kleinere Gruppe zugrundeliegender Geschäfte beziehen. Das so geförderte Wachstum des Wertpapierhandels, insbesondere der grenzüberschreitenden Transaktionen, ist ein wichtiges Kennzeichen der heutigen internationalen Finanzwirtschaft. Zur Bearbeitung dieses Feldes wendet sich Emunds zunächst den wirtschaftsethischen Grundlagen der hierzu entwickelnden Finanzethik zu.

### 3. Politische Wirtschaftsethik

Bevor Emunds seine Darstellung auf das globale Finanzsystem ausweitet, erläutert er das am Nell-Breuning-Institut entwickelte Projekt einer „Politischen Wirtschaftsethik“ ebenso wie seine finanzethische Konkretion in der Finanzwirtschaft. Wirtschaftsethisch lässt er sich vor allem von der kantischen Tradition von Rechten und Pflichten aller Menschen inspirieren. Die Begründung der Politischen (Kapitel 3) Wirtschaftsethik beginnt (angesichts des globalen Finanzsystems ein wenig überraschend) auf der Ebene einer Gesellschaft. Aber Gesellschaft ist hier vorrangig als politische Gemeinschaft zu verstehen (vgl. S. 118). Es geht um die gemeinsame demokratische Gestaltung der wirtschaftlichen Institutionen durch die Menschen, und hierfür sind bis heute die Chancen auf der nationalstaatlichen Ebene am größten. Außerdem möchte er damit auf die fortdauernde Bedeutung einzelner Gesellschaften und ihrer Institutionen gegen eine rhetorische Dramatisierung der Globalisierung verweisen. Die hierbei gebildete Trias von „Gesellschaften“, „Staaten“ und „Volkswirtschaften“ ist aber nicht universell anwendbar: „Subsahara-Afrika“ und die Europäische Union sind zwei naheliegende Gegenbeispiele (vgl. S. 121). Emunds verweist hier vor allem auf den Regional-Charakter der EU und auf die bleibend hohe Bedeutung der (nationalen) Gesellschaften. Die Begründung: Für die Politische Wirtschaftsethik ist „*erstens die demokratische Selbstorganisation der Menschen von grundlegender Bedeutung [...] Zweitens spricht für den Einsatz auf der Ebene der nationalstaatlichen Gesellschaft die zentrale Rolle, die den Menschenrechten in der Politischen Wirtschaftsethik zukommt*“ (S. 125), denn zu ihrer Verwirklichung werden Institutionen der demokratischen Willensbildung, des Rechtsstaats und des Sozialstaats benötigt, die es bisher nur auf der (national-)gesellschaftlichen Ebene gibt.

Auch die vielfältige Zunahme transnationaler Handels- und Finanzbeziehungen sowie grenzüberschreitender „Produktionssysteme“ findet in einem regionalen und nationalen Wirtschaftsnetz von eigener Bedeutung statt; selbst wenn man die EU-Länder zu einer neuen „Volkswirtschaft“ zusammenfasst, sind die globalen Märkte auch heute noch am besten als eine „Verkehrszusammenführung“ zu begreifen, die Volkswirtschaften miteinander vernetzt – es fehlt aber eine einheitliche politische Ordnung, die das Handeln der einzelwirtschaftlichen Akteure auf die Verwirklichung gemeinsamer Ziele lenken würde (vgl. S. 126f.). Referenzpunkt ist meist die eigene Volkswirtschaft, ansatzweise sogar die EU, aber ansonsten hat wenig institutionelle und gesellschaftliche Integration jenseits der Nationalstaaten stattgefunden, dieser Umstand zusammen mit der „Selbstwahrnehmung der Menschen als Glieder einer vergleichsweise engen Kooperationsgemeinschaft lässt es auch in Bezug auf die Wirtschaft vertretbar erscheinen, mit den wirtschaftsethischen Reflexionen auf der gesellschaftlichen Ebene zu beginnen“ (S. 127).

Ethik wird im Folgenden verstanden als „moralische“ (auf die Rechte und Pflichten aller Menschen bezogene) Argumentation, als „sittliche“ (in einem begrenzten Gemeinwesen akzeptierte) Argumentation und als auf das Wohlbefinden *aller* Betroffenen gerichtete „universalistisch-prudentielle Argumente“ (vgl. S. 127), wobei sich einzelne Argumente natürlich ergänzen oder auch gegeneinander richten lassen. Dies führt bei den ethisch legitimen Institutionen zu einer Unterscheidung zwischen solchen, die ethisch vorzugswürdig sind, und solchen, die es nicht sind. Bei der Sichtung der wirtschaftsethischen Argumentationsformen entscheidet sich die Politische Wirtschaftsethik für die breit verstandene *kantische Ethiktradition* als wichtigste Referenz, wobei aber auch eingängige Argumentationsmuster aus der *aristotelisch-thomistischen* und der wohlfahrts-ökonomisch inspirierten *welfaristischen Tradition* gewonnen werden. Eine auf Pareto-Verbesserungen beschränkte welfaristische Vorgehensweise hat allerdings, vor allem im weltweiten Kontext, „nur eine geringe ethische Orientierungskraft“, während die aristotelisch-naturrechtliche Tradition in der Gefahr steht, „zu viel ethische Orientierung“ (S. 149) zu bieten. Das Zusammenwirken moralischer, prudentieller und sittlicher Argumente in den ethischen Diskursen einer Gesellschaft wird anhand eines stark vereinfachten Denkmodells beleuchtet, in dem alle Institutionen einer Gesellschaft zunächst als nur die Glieder diese Gesellschaft betreffend gedacht sind. Später werden dann auch Akteure betrachtet, die nicht in dieser Gesellschaft leben. Dies kann zur Verständigung auf eine ethisch vorzugswürdige (und nicht bloß legitime) institutionelle Lösung führen.

Wenn man eine international vergleichende Perspektive einnimmt, zeigen sich in vielen Ländern „Restbestände“ eines innergesellschaftlichen Konsenses verschiedener Ethos-Traditionen, die international wiederum als *partikuläre* Ethos-Zusammenhänge neben anderen erscheinen (vgl. S. 155). Es bedarf deshalb auf internationaler Ebene moralischer Regeln, die das Selbstbestimmungsrecht aller Gesellschaften sichern. Jeder Gesellschaft muss also auch im dichter werdenden Geflecht internationaler Beziehungen ausreichend Freiraum belassen werden, damit sie sich entsprechend der ethischen Vorstellungen ihrer Bürger und Bürgerinnen organisieren kann. Wie genau dies im Einzelnen geschehen kann, erörtert Emunds später in Kapitel 5 des Buches – anknüpfend an die Gerechtigkeitskonzeption von John Rawls – im Abschnitt „Inter-nationale politische Gerechtigkeit“ (S. 289-298), nicht ohne auf die besondere Situation der extrem Armen hinzuweisen.

Nachdem so das Ausgehen von der Gesellschaft plausibilisiert und grundlegende institutionenethische Überlegungen angestellt wurden, nimmt der Autor nun den Handlungsbereich Wirtschaft in den Blick, in dem die Handlungen der Akteure vor allem über ihre Zahlungsfolgen koordiniert werden. Das Systemische dieses Handlungsbezugs und eine relativ hohe Eigenständigkeit gegenüber anderen Handlungsbereichen werden in Abschnitt 3.3 anschaulich herausgearbeitet. Wie kann dieser Bereich, gleichwohl ethisch verantwortlich, durch Politik gestaltet werden? Dazu werden drei „ethische Zielvorgaben“ entwickelt, die auf Sicherung überlebensnotwendiger Güterversorgung, individuelle Beteiligungsrechte und fortdauernde Steigerung der Entfaltungschancen für alle Bürger und Bürgerinnen ausgerichtet sind. Das häufig kontrovers diskutierte Wirtschaftswachstum wird hier im Hinblick auf positive, aber vor allem auch negative Handlungsfolgen (mit entsprechenden Handlungsregeln) einer kritischen Analyse unterzogen. Es kommen auch die einzelnen Unternehmen (als wichtige Akteure/Institutionen) der Wirtschaft in den Blick, wobei ein positiver Wertschöpfungsbeitrag, bereinigt um (verdeckte) externe Kosten, eine wesentliche Geschäftsgrundlage der Unternehmen sein soll. Daraus entwickelt Emunds finanzethische Kriterien, zu denen Fairness, Wertschöpfung, systemische Robustheit sowie nachhaltig realisierbare Renditeansprüche als Legitimitätskriterien gehören. Dann fragt er nach Merkmalen vorzugswürdiger finanzwirtschaftlicher Institutionen, wobei er Differenzierungen nach unterschiedlichen Ländertypen in Betracht zieht. Damit ist für ihn der Raum frei zur expliziten Bestimmung der Grundlagen für umfassende internationale Reflexionen.

#### 4. Finanzethische Reflexionen auf der internationalen Ebene

Emunds bereitet seine finanzethischen Reflexionsgrundlagen vor, indem er auch international in die wichtigsten finanzwirtschaftlichen Institutionen – primär empirisch – einführt (Kapitel 4). Als wesentliche und typische Finanzmarktrends der letzten Jahrzehnte werden dabei vier Phänomene identifiziert: (1) die starke Zunahme des Wertes aller Finanzaktiva (seit etwa 2007 allerdings gebremst) und der Volumina des Handels mit Finanztiteln (weiterhin ungebremst), (2) die wachsende Bedeutung der Wertpapiermärkte, (3) die Komplexitätssteigerung des unternehmerischen Risikomanagements und der Anlagestrategien, verbunden mit einer Ausdehnung der Produktvielfalt bei den Derivaten, und (4) das Wachstum der Risiken der „Portfoliooptimierung“ im Kontext der oft nur unzureichend durchschauten „neuen Finanzinstrumente“. Im Bereich der Finanzinstitute wird ein über Nationengrenzen hinausgehender Konzentrationsprozess beobachtet, und gleichzeitig ein Bedeutungszuwachs der institutionellen Investoren, besonders der Pensions- und Investmentfonds (vgl. S. 238) konstatiert.

Die Monographie verweist zunächst auf positive Wohlstandsbeiträge der internationalen Finanzwirtschaft (wie Transaktionskostensenkungen und damit Förderung der weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung sowie intertemporaler Tausch zwischen Volkswirtschaften), bevor ihre zentralen Funktionsdefizite angesprochen werden. Diese sieht Emunds nicht nur in verzerrten und übermäßig schwankenden Wechselkursen, in vielfältigen Möglichkeiten der Regulierungsumgehung sowie in steigender Fragilität und Instabilität von Finanzsystemen, sondern auch in der hohen Verschuldung vieler Entwicklungs- und Transformationsländer, ein Thema, das seiner Bedeutung entsprechend nochmals

ausführlich in Kapitel 7 des Buches aufgegriffen wird. Die Idee einer gleichzeitigen Besserstellung der Länder des Südens und des Nordens durch intertemporalen Tausch beherrschte das Denken von Entwicklungs- und Bankökonomen seit den 1950er Jahren. Zusammenfassend muss man aber wohl eine „[g]escheiterte Vision eines großen intertemporalen Nord-Süd-Tauschs“ (S. 252) feststellen, wie in Abschnitt 4.4.2 näher dargelegt wird.

Dreh- und Angelpunkt der finanzethischen Überlegungen ist die in Kapitel 5 entfaltete Leitvorstellung der *globalen wirtschaftlichen Gerechtigkeit*. Als zentrale Motive der vorliegenden Literatur zur Ethik internationaler Finanzmärkte werden finanzielle Stabilität als globales öffentliches Gut (im Sinne der welfaristischen Ethik), das Verhältnis zwischen globalem Finanzmarkt und nationalen Staaten und schließlich der in kirchlichen Texten besonders wichtige Gesichtspunkt genannt, wie Finanzmärkte so geordnet werden können, „dass sie den Entwicklungsinteressen der Armen in den Entwicklungsländern besser entsprechen“ (S. 271). Der unkritischen Sicht der internationalen Finanzmärkte als effiziente Disziplinierungsinstitutionen für ineffiziente Entwicklungs- und Schwellenländer tritt Emunds hier überzeugend entgegen und stellt das von der herrschenden Ökonomik gepflegte Krisenbild unter den plausiblen Verdacht der psychologischen Rationalisierung (vgl. S. 282). Auch die aus der Entwicklungsökonomie übernommene Vorstellung einer langfristigen Kapitalbildung durch vorangegangene erhebliche Verschuldung („Growth-cum-Debt“) – die ja auch der in Abschnitt 4 diskutierten Strategie des „intertemporalen Tauschs“ zugrunde lag – wird hier empirisch und theoretisch in Frage gestellt. Bei den Grundlagen einer Ethik internationaler Märkte sieht Emunds eine (zu) starke Win-win-Orientierung der „Schule“ um Karl Homann, welche die weltwirtschaftliche Integration als „globalen Freihandel“ begreift, ohne die reale Ausprägung der entstehenden Handlungsfreiheiten zu hinterfragen, als thematische Engführung, auch weil mögliche Pareto-Verbesserungen keinesfalls frei von – eventuell blockierenden – Verteilungskonflikten sind.

Das verweist auf ein altes, von der welfaristischen Denkrichtung gerne übersehenes Problem: Pareto-Verbesserungen werden nicht allein akzeptabel durch ihre (vermutete) Effizienz, sondern vor allem auch durch ihre Eigenschaft, von den Beteiligten als fair oder gerecht und daher als konsensfähig angesehen zu werden. So wie es nationale und internationale Kooperationszusammenhänge gibt, findet auch die Zuweisung von Erträgen und Lasten der Kooperation auf nationaler und internationaler Ebene statt. Da es auf internationaler Ebene nur um die Netto-Kooperationserträge internationaler Märkte geht, betreffen hier entstehende Gerechtigkeitsfragen „nur noch“ diese Kooperationserträge, und nicht mehr die wertmäßig viel höhere Summe der Volkseinkommen aller weltwirtschaftlich integrierten Länder insgesamt (vgl. S. 306). In diesem Zusammenhang äußert sich der Verfasser kritisch gegenüber Versuchen, Fragen der Weltwirtschaftsordnung und globale Ungleichheiten anhand eines globalisierten Rawlsschen Differenzprinzips ethisch zu reflektieren.

Wie aber können dann Ansprüche der Armen auf eine Güterausstattung begründet werden? Emunds verweist auf die „besondere Dringlichkeit des Subsistenzrechts“ als grundlegendes moralisches Recht eines jeden Menschen, für dessen Verwirklichung in den einzelnen Ländern er eine binnengesellschaftliche Erstverantwortung und eine transnationale Mitverantwortung sieht. Da gerade die von extremer Armut geprägten Länder des Südens in Strukturen wirtschaftlicher Kooperation mit den Ländern des

Nordens eingebunden sind, gewinnt das – wenn auch begrenzte und durch Nebenbedingungen zu konkretisierende – Kriterium der *Entwicklungsförderlichkeit* besondere Bedeutung (vgl. S. 334f.). An die Stelle eines einzigen universalen Gerechtigkeitsanspruchs kann dann die Mitverantwortung der Länder des Nordens für förderliche Entwicklungspfade ins Spiel kommen. Dies führt schließlich zur internationalen Präferenzregel für eine Ausrichtung der internationalen Finanzmärkte zugunsten der Armen:

„Diejenige Gestaltung der internationalen Finanzmärkte gilt als ethisch vorzugswürdig, die – unter Berücksichtigung der Nebenbedingungen – voraussichtlich die realen Einkommenschancen der extrem Armen in den am wenigsten entwickelten Ländern langfristig maximiert“ (S. 338).

Wie sich nun diese Einsichten in ethisch zu verantwortende Finanzmarktpolitik umsetzen lässt, behandelt Emunds in den Kapiteln 6 und 7 seiner Studie, die der „Neuordnung der globalen Finanzwirtschaft nach der großen Krise“ gewidmet ist.

## 5. Lehren für die Zukunft?

Um ethisch begründete Empfehlungen für die künftige Gestaltung des Finanzsektors geben zu können, muss zunächst eine Analyse der Immobilien- und Finanzkrise, welche im Jahr 2007 begann, erbracht werden. Das geschieht in Abschnitt 6.1, in dem die globale Finanzkrise als „Krise einer neuen Form der Finanzwirtschaft“ untersucht wird: Als erste Besonderheit gegenüber früheren Finanzkrisen erscheint da „die Überdehnung der Fristentransformation durch die Finanzinstitute“ (S. 346), als weitere eine Überschwemmung der Vermögensmärkte mit Liquidität und eine extreme Ausdehnung der Transaktionsvolumina und des Gesamtwertes der Finanztitel. Krisenverschärfend erwies sich vor allem die zu Beginn der Studie dargestellte Neukonstellation der Finanzwirtschaft (v.a. die enge Verbindung von Bank- und Investmentgeschäft bei stark entwickelten Wertpapiermärkten und hoch innovativem Investmentbanking). Aus dem starken Engagement der Geschäftsbanken auf den Aktien-, Immobilien- und Warentermingeschäften zogen alle Marktteilnehmer Vorteile. Allerdings ergab sich aus (über)großer Risikobereitschaft der Banker, beruhend auf Risikoblindheit oder Rentenaneignung auf haussierten Vermögensmärkten, nunmehr ein „finanzieller Über-schwang“. Hinzu kam eine desaströse und überforderte staatliche Finanzmarktpolitik, der die angestrebte Stabilisierung des Bankensektors nicht gelang und die durch die angestrebte „Deregulierung“ noch krisenverschärfend wirkte. Problematisch, weil prozyklisch wirkend, ist auch die neuere Ausgestaltung der Eigenkapitalregeln (z.B. Basel III, die neuen Vorschriften zur Eigenkapitalsicherung durch den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht), weil gerade das Eigenkapital der Banken positiv mit der Konjunktur-entwicklung korreliert (vgl. S. 358).

Emunds prüft nun den anstehenden Reformbedarf vor allem anhand von zwei Legitimitätskriterien: (1) der Wiederherstellung der *systemischen Robustheit*, die wegen ihrer gerechtigkeitspraktischen Bedeutung ethisch besonders relevant ist, und (2) der – nicht nur wirtschaftsethisch, sondern auch allokationstheoretisch bedeutsamen – „Zurückdrängung von Finanzpraktiken ohne Wertschöpfung“ (S. 364). Den Reformbedarf formuliert er in Form einer einfacheren und zugleich wesentlich strengeren Eigenkapitalregel, der Forderung nach kleinen und mittelgroßen Banken anstelle großer Finanzkon-

zerne, der Isolierung des Kredit- und Einlagengeschäfts von wertpapierbezogenen Aktivitäten, von Anlagedisincentives auf haussierenden Vermögensmärkten, einer Erschwerung der Regulierungsumgehung und der „Stärkung der Vorsichtigen in den Finanzinstituten“ (S. 382).

Wie der Verfasser sich die aus ethischer und praktischer Sicht anzustrebende finanzielle Integration von Schwellen- und Transformationsländern in die globale Finanzwirtschaft vorstellt, führt er im abschließenden 7. Kapitel seiner Monographie vor. Dem Problem vieler dieser Länder, dass sie von schnellem Zufluss anlagesuchenden Kapitals und dessen plötzlichem Abzug („boom and bust“) betroffen sind, begegnen diese Länder auf unterschiedliche Weise. Dies führt bei den peripheren Volkswirtschaften zu unterschiedlichen Typen nationaler Integration in die internationalen Finanzmärkte, die in Abschnitt 7.1.1 beschrieben werden. Vereinfacht ergeben sich „Boom- und Bust-Zyklen“ für bestimmte Schwellen- und Transformationsländer, wobei der jeweilige Boom oder Bust nicht notwendig durch die ökonomischen Daten gedeckt ist. So bringen umfangreiche Kapitalimporte eine Reihe problematischer Auswirkungen mit sich, wie mittel- bis langfristige Abwertungserwartungen, Konjunkturüberhitzung, Überschuldung und Vermögenspreisblasen. Entstehende Finanz- und Währungskrisen, besonders in den peripheren Ländern werden in den Blick genommen:

„Eine starke Abwertung bedeutet für diese, dass sie sehr viel mehr Einnahmen in heimischer Währung erzielen müssen, um den in einer fremden Währung vereinbarten Schuldendienst vertragsgemäß leisten zu können. Auch deshalb führt eine Währungskrise in einem peripheren Land häufig zu einer Konkurswelle, die nicht selten in eine Rezession mündet oder eine bereits eingetretene Rezession weiter verschärft“ (S. 400).

Die Erfahrungen der letzten zwei Jahrzehnte rekapitulierend entwickelt Emunds zum Abschluss ethische Perspektiven: Jetzt muss für eine entwicklungsförderliche Gestaltung der internationalen Finanzmärkte die internationale Variante des Legitimationskriteriums systemischer Robustheit realisiert werden, die vereinfacht gesagt eine Minimierung der Wahrscheinlichkeit von durch Finanzinvestoren (mit) verursachter Finanzkrisen verlangt; hinzu kommt die Förderung heimischer Geschäftsbanken, ein ausreichender Freiraum für wirtschaftliche Gestaltung („Wirtschaftsstil“) und für politische Selbstbestimmung. Auch der allgemein erscheinende Begriff der „gerechten Zuteilung von Lasten der internationalen Kooperation“ (Abschnitt 7.2.4.) wird z.B. anhand der „Strukturanpassungsprogramme“ konkretisiert. Mit ihnen werden, so kritisiert der Verfasser, nur Länder mit Leistungsbilanzdefiziten zur „Anpassung“ gezwungen, nicht aber Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen.

So kommt Emunds zu „Strukturen entwicklungsförderlicher internationaler Finanzmärkte“, die sich aus den vorangegangenen Überlegungen zur finanziellen Integration von Schwellen- und Transformationsländern und den sie begleitenden ethischen Reflexionen ergeben (können). Wesentlich dafür sind umfangreiche Währungsreserven, wirksame Kapitalverkehrskontrollen und der Aufbau regionaler Währungssysteme zum Schutz der Währungen peripherer Länder gegen abrupten Wertverlust auf den internationalen Devisenmärkten. Kapitel 7 schließt mit einigen Überlegungen zu einer finanzi-



ellen Integration, „die der Förderung des heimischen Geschäftsbankensektors entspricht“ (S. 424f.). Die konkrete Ausgestaltung sollte jedoch von jedem Land entsprechend seinen eigenen Vorstellungen durchgeführt werden.

In seiner knappen Schlussbemerkung benennt der Verfasser u.a. einige Themen, die er in seiner Studie nicht behandelt hat, denen sich die Politische Wirtschaftsethik der globalen Finanzmärkte aber in Zukunft noch zuwenden sollte. Die Integration von Ländern mit einem anderen Wirtschaftsstil in eine angloamerikanisch geprägte Finanzwirtschaft ist für Emunds ein „erstes brisantes Thema“ (S. 429). Noch grundlegender und kontroverser ist die Gestaltung des Verhältnisses zwischen Demokratie und (börsenmäßig organisierten) Finanzmärkten, wie etwa die andauernden Auseinandersetzungen um TTIP zeigen. Und drittens, wäre eine grundlegende Untersuchung der im vorliegenden Text ausgesparten Offshore-Märkte und -Zentren im Hinblick auf internationale Kooperation von großem Interesse. Natürlich ist diese Liste nur beispielhaft und in keiner Weise abschließend gemeint. Auch wenn in den erforderlichen politischen Diskussionen die Kirchen eine wichtige ethische Funktion haben, der Druck der politischen Öffentlichkeit auf eine in Zukunft stärker ethischen Ansprüchen genügende Gestaltung finanzwirtschaftlicher Institutionen wird entscheidend sein.

## 6. Gesamteindruck

In seiner *Ethik finanzwirtschaftlicher Institutionen* (einschließlich ihrer gesamtwirtschaftlichen Wirkungen und den Grundsätzen ihrer politischen Gestaltung) baut Emunds auf empirischen Erfahrungen, theoretischen Überlegungen und ethischen Grundsätzen – hier zentral politische Selbstbestimmung und Menschenrechte – auf. Zweistufig, auf nationaler und internationaler Ebene, untersucht er den Rahmen dafür, dass weltwirtschaftlich förderliche Bedingungen gerade für die peripheren Volkswirtschaften entstehen können. Emunds vermeidet damit sowohl einen kruden Empirizismus, der das vorfindliche Weltfinanzsystem mit seinen vielfältigen Defiziten bereits für die beste aller möglichen Welten hält, als auch einen naiven Konstruktivismus, der in Modelldenken und einem dichten ethischen Normengeflecht schon die empirischen Aufgaben gelöst sieht. Etwas altertümlich ausgedrückt, bewegt sich der Verfasser und die von ihm vertretene Politische Wirtschaftsethik in der „tugendhaften Mitte“ zwischen diesen beiden Extremen.

Die Antwort auf die Titelfrage „Contradictio in adiecto?“ lautet also: Es geht nicht darum, die internationale Finanzwirtschaft durch Beigabe einiger Prisen Ethik quasi „schmackhafter“ zu machen, und genauso wenig darum, ein ethisch anspruchsvolles Finanzsystem ohne Rückbindung an Umsetzungschancen zu entwerfen. Die „Lasten“ einer tragfähigen Konzeption sind nicht einseitig verteilt, sie ruhen hier vielmehr bei den empirischen Erfahrungen, den ethischen Grundlegungen *und* den ökonomietheoretischen Überlegungen, die zueinander in Beziehung zu setzen sind. Und daher besteht auch kein grundsätzlicher Widerspruch zwischen Ethik und Finanzwirtschaft. Einsichtig – nicht nur als didaktische Einstiegshilfe – ist auch die zweistufige ethische und ökonomische Grundlegung, die vor allem dem politischen Fortbestand der meisten Nationalstaaten Rechnung trägt.

Die vorliegende Monographie stellt einen wichtigen, breit konzipierten Fortschritt sowohl für unser ökonomisches als auch unser ethisches Verständnis globaler Finanzmärkte dar. Es ist daher wünschenswert, wenn der Text nicht nur in der Lehre, sondern auch als Referenzrahmen für die künftige wissenschaftliche Forschung in diesem umfassenden Handlungsbereich weite Verbreitung findet. Das wäre der wohl wichtigste Beitrag der Studie zu einem umfassenden inner- und zwischengesellschaftlichen Dialog über ökonomisch gangbare und ethisch akzeptable Strukturen einer nachhaltigen globalen Finanzwirtschaft, von der wir gegenwärtig noch so weit entfernt sind. Dass sie vor allem die „Armen“ in den Blick nimmt, ist nicht nur in ethischer Hinsicht ihr besonderer Vorzug.