

# Frankfurter Arbeitspapiere

zur gesellschaftsethischen  
und sozialwissenschaftlichen  
Forschung

FAGsF Nr. 58

Wolf-Gero Reichert

## **Das Berufsethos des Investmentbanking**

**und seine Bedeutung für die  
Finanzmarktregulierung**

September 2010



Oswald von Nell-Breuning  
**Institut**  
für Wirtschafts- und  
Gesellschaftsethik  
der Philosophisch-Theologischen  
Hochschule Sankt Georgen

**Abschlussbericht des durch die Bundesbank Hauptverwaltung  
Frankfurt geförderten Forschungsprojekts.**

## **Ansprechpartner**

Prof. Dr. Bernhard Emunds  
Institutsdirektor

E-Mail: [nbi@sankt-georgen.de](mailto:nbi@sankt-georgen.de)

Wolf-Gero Reichert,  
Dipl.-Theologe, Volkswirt und Philosoph M.A.  
Wissenschaftlicher Mitarbeiter

E-Mail: [reichert@sankt-georgen.de](mailto:reichert@sankt-georgen.de)

## **Oswald von Nell-Breuning Institut für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik**

Offenbacher Landstr. 224  
60599 Frankfurt/Main, Germany  
Tel. 0049 (0) 69-6061-369, Fax -559  
web: [www.sankt-georgen.de/nbi](http://www.sankt-georgen.de/nbi)

ISSN 0940-0893

Alle neueren *Frankfurt Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung* sind abrufbar unter  
<http://www.sankt-georgen.de/nbi/publ/fagsf.html>.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1. Einführung</b> .....	<b>5</b>
1.1 ERKENNTNISINTERESSE UND KONTEXT .....	5
1.1.1 <i>Die öffentlichen Aufgaben der Finanzwirtschaft</i> .....	6
1.1.2 <i>Das Konzept der qualitativen Regulierung in Basel II</i> .....	8
1.2 UNTERSUCHUNGSGEGENSTAND .....	10
1.3 ANGESTREBTES ERGEBNIS .....	11
1.4 WAHL DES METHODISCHEN ZUGANGS .....	12
<b>2 Die Bedeutung eines Berufsethos</b> .....	<b>13</b>
2.1 ETHIK, MORAL, PERSONALES ETHOS, SOZIALES ETHOS .....	13
2.2 DAS BERUFSETHOS .....	14
2.3 DAS BERUFSETHOS IM KONTEXT VON PROFESSIONALISIERUNG .....	16
<b>3. Das Ethos des Investmentbanking</b> .....	<b>19</b>
3.1 INVESTMENTBANKING .....	19
3.1.1 <i>Primärmarktaktivitäten</i> .....	20
3.1.2 <i>Sekundärmarktaktivitäten</i> .....	21
3.1.3 <i>Die zentrale Rolle der Informationsgewinnung und –prozessierung</i> .....	23
3.2 EMPIRISCHE STUDIEN ZUM OTC-HANDEL .....	26
3.2.1 <i>Die soziale Ordnung von Märkten</i> .....	26
3.2.2 <i>Globale Mikrostrukturen</i> .....	28
3.2.3 <i>Einbettung der Finanzmärkte allgemein</i> .....	34
3.3 ERHEBUNG DER WERTVORSTELLUNGEN AUS DEN VERHALTENSKODIZES DER FINANZBRANCHEN .....	36
3.3.1 <i>Zum normativen Status eines berufsverbandlichen Verhaltenskodex</i> .....	36
3.3.2 <i>Der ACI-Model Code</i> .....	38
3.3.3 <i>Die Verhaltenskodizes der Investmentfachleute und Analysten</i> .....	43
3.3.4 <i>Ertrag der Analyse der Verhaltenskodizes</i> .....	46
3.4 DIE LEITBILDER UND DEUTUNGSMUSTER DES INVESTMENTBANKING .....	48
3.4.1 <i>Zum Status professioneller Leitbilder und Deutungsmuster</i> .....	48
3.4.2 <i>Leitbild 1: Der vollkommene und effiziente Markt</i> .....	51
3.4.3 <i>Leitbild 2: Der Kapitalmarkt als Markt für Unternehmenskontrolle</i> .....	54
3.4.4 <i>Deutungsmuster 1: Shareholder-Value-Orientierung</i> .....	56
3.4.5 <i>Deutungsmuster 2: New-Finance – verstetigte Innovationsdynamik</i> .....	57
3.5 RÜCKKOPPLUNGSEFFEKTE .....	59
3.5.1 <i>Industrialisierung der Investmentbanken</i> .....	59
3.5.2 <i>All-Finance</i> .....	61
3.5.3 <i>Globale Präsenz</i> .....	62
3.5.4 <i>Angleichung der Investmentbanken</i> .....	64
3.6 DIE AMBIVALENZ DES BERUFSETHOS .....	66
3.6.1 <i>Die öffentliche Wirkung des Berufsethos</i> .....	66
3.6.2 <i>Innere Spannungen im Berufsethos</i> .....	68
<b>4. Konsequenzen für eine Strategie qualitativer Regulierung</b> .....	<b>70</b>
4.1 VEREINFACHUNG DES QUALITATIVEN REGULIERUNGSKONZEPTES .....	71
4.2 FORTENTWICKLUNG DES QUALITATIVEN REGULIERUNGSKONZEPTES .....	72
<b>5. Literaturverzeichnis</b> .....	<b>75</b>

## 1. Einführung

In den Medien dominiert die Vorstellung von den Finanzmärkten als höchst anonymen Zusammenhängen, die von unpersönlichen, technisch-rationalen Funktionsmechanismen beherrscht werden. Immer wieder wird berichtet, dass „die Märkte“ entschieden haben, dass sie reagieren, jemanden zu etwas zwingen usw. „Die Märkte“ werden quasi als Personen vorgestellt.

In Krisenzeiten hingegen rücken stets diejenigen in das Zentrum medialer Aufmerksamkeit, welche den Finanzmärkten Rationalität überhaupt absprechen. Unter dem Stichwort *behavioral finance* werden die psychologischen Momente als entscheidend herausgestellt. So führte der malaysische Premier den Absturz der Währung seines Landes in der Asienkrise auf das Herdenverhalten spekulativer Händler zurück:

„They do not work in concert of course. But they do behave like herds. Thus when one of the more important members swing in one direction, the others will follow. The effect is not unlike acting in concert.“<sup>1</sup>

Doch auch die sog. Verhaltensökonomik widersteht nicht der Versuchung, die Märkte zu hypostasieren, nur spielen sie nun verrückt bzw. sind irrational. Spieltheoretische Untersuchungen rekonstruieren die psychologischen Kräfte wiederum als Mechanismen und fragen beispielsweise: „Does one Soros make a difference?“<sup>2</sup> So wird das psychologisch determinierte Verhaltensmoment in die Vorstellung eines anonymen Marktes integriert und bereichert die herkömmlichen Methoden und Verfahren zu rationalem Verhalten auf den anonymen Märkten um weitere Varianten.<sup>3</sup>

Jenseits dieser einfachen Gegenüberstellung wird in der vorliegenden Studie mit dem Berufsethos eine Größe in das Zentrum des Interesses gerückt, welche die Möglichkeit eröffnet, sowohl Rationalität als auch Irrationalität zugleich zu denken: Die Finanzmärkte werden nicht als gänzlich anonyme Institutionen verstanden, die entweder funktionieren oder verrückt spielen. Vielmehr kommen die kulturellen, sozialen und sittlichen Voraussetzungen in den Blick, welche Markthandeln überhaupt ermöglichen. Dabei geht es hier um den Markt des Investmentbanking.

### 1.1 Erkenntnisinteresse und Kontext

Mit der Weltfinanzkrise ist auch die Ausrichtung der Finanzwirtschaft auf das Gemeinwohl in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses gerückt. In der Öffentlichkeit ist eine stark moralisierende Beschreibung der Krisenursachen sehr

---

<sup>1</sup> Mahathir (1998).

<sup>2</sup> Vgl. Corsetti/Dasgupta/Morris (2004).

<sup>3</sup> Vgl. Pelzmann (2010), S.XXff.

verbreitet. Diese führt die Entstehung der in der aktuellen Krise zu Tage tretenden Schieflagen auf die Geldgier der beteiligten Banker zurück. Nun ist aber für das Wirtschaftssystem insgesamt der Versuch kennzeichnend, das individuelle Streben nach Einkommens- und Vermögensmehrung als Triebfeder für gesamtgesellschaftliche Wohlfahrtssteigerungen zu nutzen. Insofern sind die entscheidenden Krisenursachen nicht zuerst in einem absichtlichen Fehlverhalten der Einzelnen zu suchen, sondern in Defiziten in den Regulierungssystemen.

### **1.1.1 Die öffentlichen Aufgaben der Finanzwirtschaft**

Das Defizit in den Regulierungssystemen ist besonders folgenreich, da die Finanzwirtschaft im Gegensatz zu anderen Branchen nicht beliebig substituierbare Güter produziert, sondern vielmehr wichtige volkswirtschaftliche und öffentliche Funktionen erfüllt: Neben der Allokation von Investitionsmitteln und Risiken versorgt sie in erster Linie die Wirtschaftssubjekte mit liquiden Zahlungsmitteln und organisiert zugleich den Zahlungsverkehr (Finanzintermediation).<sup>4</sup> Im Vorfeld der Finanzkrise geriet diese relativ schlichte Tatsache nicht nur in der Finanzwirtschaft aus dem Blick.

Schon Walter Eucken geht in seinen „Grundsätzen der Wirtschaftspolitik“ von einem „Primat der Währungspolitik“ aus.<sup>5</sup> Die Herstellung eines funktionsfähigen Preissystems ist von fundamentaler Bedeutung für das marktwirtschaftliche System überhaupt: Ohne flexible Preise, welche die relative Knappheit von Ressourcen signalisieren, kann eine freie Marktwirtschaft sich nicht effizient koordinieren. Folglich käme in einer hocharbeitsteiligen Wirtschaft das wirtschaftliche Geschehen gar nicht erst in Gang, wenn nicht diejenigen Wirtschaftssubjekte mit zusätzlichen liquiden Mitteln versorgt werden würden, die ein Mehr an wirtschaftlichen Möglichkeiten beanspruchen, weil sie investieren, expandieren, mehr nachfragen wollen usw.

Dass Eucken mit „Währungspolitik“ den gesamten Bereich der Finanzwirtschaft meint, wird daran deutlich, wie er sich mit dem seinerzeit zentralen Problem, der Stabilität des Geldwertes, auseinandersetzt: Vor dem Hintergrund der historischen Erfahrungen mit Inflation und Deflation zielen die von ihm vorgeschlagenen Maßnahmen in erster Linie auf die Zählung der privaten Kreditinstitute. Monetäre Instabilität erklärt sich für ihn vor allem daraus, dass die Banken durch Kreditgewährung Geld schöpfen; umgekehrt wirkt eine Einschränkung der Kreditvergabe kontraktiv auf die Geldmenge. Zwar erlaubt diese dezentrale Geldschöpfung eine elastische Geldversorgung, die sich rasch an die

---

<sup>4</sup> Vgl. Hellwig (2000), S.4-14.

<sup>5</sup> Vgl. für den gesamten Abschnitt Eucken (1952), S.254ff.

wirtschaftliche Dynamik anpasst; zugleich neigt der private Geldschöpfungsbetrieb der Banken jedoch zu Übertreibungen sowohl im Aufschwung – zu viel Kredite werden gewährt - als auch im Abschwung – zu wenig Kredite werden gewährt - ,was u.a. die misslichen Folgen „Inflation“ und „Deflation“ zeitigt.

Ohne diese inhärente Instabilität langfristig überwinden zu können<sup>6</sup>, hat sich die Finanzwirtschaft seitdem freilich massiv verändert: In den Finanzsystemen Kontinentaleuropas, die traditionell stark von Kreditinstituten bzw. Geschäftsbanken geprägt waren, kam es zu einem enormen Bedeutungszuwachs der Kapitalmärkte, also den Märkten für Aktien und andere Wertpapiere. In denjenigen Finanzsystemen, in denen die Kapitalmärkte traditionell eine große Rolle spielen, wie in den USA oder Großbritannien, kam es zu einer Veränderung in der Struktur des Wertpapierbesitzes: Private Haushalte halten nicht mehr direkt Aktien und Wertpapiere, sondern indirekt, indem sie ihre Ersparnisse an institutionelle Investoren weitergeben, die in ihrem Auftrag gebündelt auf den Kapitalmärkten investieren und professionell versuchen, Profite zu erwirtschaften.<sup>7</sup> Zugleich kam es zu einer starken Expansion all derjenigen Finanzdienstleistungen, die mit dem Wertpapierhandel zu tun haben: Das Investmentbanking nahm eine immer bedeutendere Rolle ein.<sup>8</sup> Darüber hinaus zeichnen sich die Finanzmärkte inzwischen durch ein sehr hohes Maß an internationaler Vernetzung aus. Die nationalstaatlichen Regulierungsarrangements, die auf die traditionelle Verfassung der Finanzsysteme zugeschnitten waren, nämlich zum einen auf ein Universalbankensystem v.a. in Kontinentaleuropa und Japan, zum anderen ein Trennbankensystem in den USA und Großbritannien, wurden durch diese Entwicklungen in Frage gestellt.<sup>9</sup> Stephany Griffith-Jones weist daher zu Recht darauf hin, dass unter den Bedingungen der zunehmenden Globalisierung der Finanzwirtschaft die Finanzmarktstabilität international koordiniert werden muss.<sup>10</sup>

Grundsätzlich steht jede Wirtschaftspolitik vor der bleibenden Doppelherausforderung: Wie kann gewährleistet werden, dass die Geld- und Kreditversorgung sowohl funktionsfähig, d.i. vor allem stabil, als auch elastisch ist, d.i. vor allem nachfragesensibel? In dieser Perspektive hat die elastische Geldversorgung den Charakter eines öffentlichen Gutes. Um es zu gewährleisten, sind öffentliche Institutionen wie die Zentralbanken und die Bankenaufsicht eingerichtet worden. Bei der

---

<sup>6</sup> Vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.15, S.22.

<sup>7</sup> Vgl. Windolf (2005), S.21ff.

<sup>8</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2005), S.457ff.

<sup>9</sup> Spätestens seit der Finanzkrise 2008 – in deren Folge die verbliebenen großen Investmentbanken ihren rechtlichen Sonderstatus in den USA aufgegeben haben – ist die regulatorische Trennung von Geschäftsbanken und Investmentbanken gänzlich hinfällig; vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.16.

<sup>10</sup> Vgl. Griffith-Jones (2003), S.435ff.

Erstellung des öffentlichen Gutes „elastische Geldversorgung“ bleiben diese jedoch stets angewiesen auf die privatwirtschaftlichen Finanzinstitute aufgrund ihrer faktischen Bedeutung, der Praxiserfahrung, dem Know-how und der Nähe zu wirtschaftlichen Prozessen.

### 1.1.2 Das Konzept der qualitativen Regulierung in Basel II

Im Hintergrund der gegenwärtigen Finanzkrise steht auch ein neuer Ansatz zur Regulierung der Finanzmarktakteure und – institute.<sup>11</sup> Die Regulierungsinstanzen sahen Ende der 1990er Jahre Handlungsbedarf angesichts der Veränderungen, die sich in der Finanzwirtschaft vollzogen haben. Mit Basel II wurde daher ein neuer Typ von Regulierung installiert, der zur Stärkung der Solidität und Stabilität des internationalen Bankensystems<sup>12</sup> den „Richtungswechsel hin zu einer qualitativen Regulierung“<sup>13</sup> vollzog und der es erlauben soll, international tätige Banken ohne Rücksicht auf deren dominantes Geschäftsmodell in die Regulierung mit einzubeziehen.<sup>14</sup>

„Ende der 1990er Jahre entwickelte das Basler Komitee ein flexibles und marktorientiertes Modell des Risikomanagements, das darauf gerichtet ist, Kapitalrücklagen enger auf die Struktur der eigenen Geschäftsrisiken [der Finanzinstitute, WR] abzustimmen.“<sup>15</sup>

In der EU wurde Basel II am 14. Juni 2006 mit zwei Richtlinien, der sog. Bankenrichtlinie 2006/48/EG und der sog. Kapitaladäquanzrichtlinie 2006/49/EG, eingeführt. In der Folgezeit wurden sie sukzessive in den einzelnen Mitgliedstaaten rechtlich umgesetzt.

Die dieser Reform vorangegangenen Diskurse fokussierten stets auf die Analyse der Schwachstellen des bisherigen Regulierungskonzeptes: Es sei zu unflexibel und an starren Schemata orientiert, um die globalisierte und komplexe Realität finanzwirtschaftlicher Aktivitäten wirksam zu regeln; im Gegenteil befördere es dadurch nur einen Wettbewerb unter den verschiedenen, nationalstaatlichen Regulierungssystemen, der teils als Regulierungsumgehung beklagt, teils als „Abstimmung mit den Füßen“ begrüßt wurde.<sup>16</sup> Während bei der herkömmlichen Regulierung der Regulierungsgeber die Einhaltung quantitativer Schwellenwerte vorgab (z.B. kategorische Eigenkapitalstandards), rückten daher nun die bankeninternen Bonitätsbewertungen für Kreditnehmer an diese Stelle. Um die Qualität dieser internen

<sup>11</sup> Vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.18.

<sup>12</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004), S.2.

<sup>13</sup> Fest (2008), S.13.

<sup>14</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004), S.7f. Ziel war es, möglichst alle Bank- und Finanzgeschäfte zu erfassen, die innerhalb einer international tätigen Bank durchgeführt werden. Aus diesem Grund wurde der Anwendungsbereich von Basel II sehr weit gefasst; er schließt die Geschäfte von Kreditinstituten, Wertpapierhäusern und anderen Finanzinstituten ein.

<sup>15</sup> Vgl. Lütz (2005), S.301.

<sup>16</sup> Vgl. Kashyap et. al. (2009), S.447f. Von einigen wird dieses Verhalten als „Regulierungsarbitrage“ bzw. „Regulierungswettbewerb“ bezeichnet.



Ratings zu sichern, setzte man auf einen brancheninternen Austausch sowie auf den Dialog der Institute mit den Regulatoren:

„Qualitative Bonitätsgewichte und Messverfahren werden nicht mehr ex cathedra von der staatlichen Regulierung festgesetzt und verkündet, sondern die Institute können auf eigene Verfahren zurückgreifen, sofern sie bestimmte qualitative Anforderungen erfüllen. [...] Die Regulierung legt nicht mehr eine einheitliche Schablone, die einem bestimmten Bild von einer Bank mit idealtypischen Bonitätsgewichten und Risikosteuerungssystemen folgt, über alle Institute. Vielmehr greift sie auf die bankeigenen, betriebswirtschaftlichen Steuerungssysteme zurück und geht damit auf die einzelnen betrieblichen Gegebenheiten ein.“<sup>17</sup>

In der Hoffnung darauf, dass mehr Freiheit für die Finanzmarktakteure zugleich auch zu mehr Verantwortung und Effizienz in der Finanzintermediation führt, wurden die Schwachstellen des qualitativen Regulierungskonzeptes hingenommen: Diese sind zum Einen das Fehlen einer fundierten wissenschaftlichen Entfaltung, einer systematischen Abwägung qualitativer und quantitativer Regulierungskonzepte und einer präzisen Begriffsdefinition;<sup>18</sup> zum Anderen, und dies ist für diesen Kontext bedeutsam, vor allem der interpretative Ermessensspielraum, den eine qualitative Regulierung sowohl den Regulierten als auch den Regulatoren eröffnet. Da die erforderlichen Qualitätseigenschaften inhaltlich beschrieben werden, müssen sie jeweils für die spezifische Situation interpretiert werden. Dies erschwert die Sanktionsmöglichkeiten seitens der Aufsichtsbehörden, denn eine Sanktion kann unter diesen Vorgaben nicht mehr in Form eines Automatismus funktionieren, sondern wird verhandelbar und ist jeweils rechtfertigungsbedürftig.<sup>19</sup>

Die Aufsichtsbehörden sind für eine erfolgreiche qualitative Regulierung folglich verstärkt auf den guten Willen der Finanzinstitute angewiesen: Wenn diese die mangelnde Eindeutigkeit der Vorgaben für ihre partikularen Ziele ausnutzen, obwohl diese im Widerspruch zum eigentlichen Regulierungsziel stehen, dann obliegt es den Regulatoren, dies nachzuweisen. Gelingt der Nachweis, können diejenigen Finanzmarktakteure, die diesen guten Willen nicht mitbringen oder meinen, sich im Wettbewerb nicht anders behaupten zu können, ihrerseits mit Finanzinnovationen reagieren, die so konzipiert werden, dass sie unter die Vorgaben fallen und dennoch die angestrebten Partikularziele zu erreichen versprechen.<sup>20</sup>

Letztlich hat der qualitative Regulierungsansatz tatsächlich nicht den Wettlauf zwischen den Regulatoren und Regulierten der Finanzwirtschaft bremsen können: Auf die Modernisierung des Regelwerkes hat die Finanzbranche, vor allem das Investmentbanking,

---

<sup>17</sup> Fest (2008), S.14.

<sup>18</sup> Die meisten Beiträge zur qualitativen Regulierung sind entweder journalistischer Natur oder beschränken sich auf die Diskussionskonkrete Regulierungsnormen.

<sup>19</sup> Susanne Lütz nennt dies die „Evaluation der Selbstevaluation“; Lütz (2005), S.302.

<sup>20</sup> Vgl. Fest (2008), S.209ff.; S.187f.

den Know-how-Vorsprung genutzt und mit der Erfindung neuer Finanzprodukte reagiert.<sup>21</sup> Die Regulierungsinstanzen, die zudem weiterhin vor allem innerhalb des nationalstaatlichen Rahmens operierten, waren demnach weder in der Lage, die Regulierungsnormen effektiv durchzusetzen, noch konnten sie die Finanzinstitute adäquat in die Regulierungsbemühungen einbeziehen.<sup>22</sup>

## 1.2 Untersuchungsgegenstand

Die Untersuchung wird geleitet von dem Gedanken, sich zur Weitung des Blickwinkels die Erfahrung derjenigen Personen zu erschließen, die in verschiedenen Funktionen im Finanzsystem tätig sind („Finanzpraktiker“): Der qualitative Ansatz der Finanzmarktaufsicht, der auf die Selbstregulierungsinstrumente der Branche zurückgreift, soll eingebettet werden in den zu erhebenden Konsens der Berufsgruppe über gutes berufliches Handeln, welcher innerhalb der Branche als gemeinhin anerkannt gelten kann - in das gelebte Ethos der Branche.

„Es gibt keine funktionierenden Märkte ohne geteilte Orientierungen, auf die sich die Akteure im Umgang miteinander beziehen können. Märkte kommen mit der Gegensätzlichkeit von Interessen zurecht, solange die Marktteilnehmer in ihrem Verhalten füreinander verständlich und irgendwie einschätzbar sind.“<sup>23</sup>

Aufgrund der regulatorischen Vorgaben durch Basel II und aufgrund des öffentlichen Interesses daran, dass die Finanzwirtschaft ihre volkswirtschaftlichen Funktionen erfüllt, gilt dies nun ebenso für die Regulierungsinstanzen, die zu einer effektiven Steuerung des Marktgeschehens das Verhalten der Marktteilnehmer berücksichtigen müssen.

Die These dieser Arbeit lautet: Mit dem Konzept der qualitativen Regulierung haben die Regulatoren das einfache, dichotomische Verhältnis von Markt und Staat hinter sich gelassen und lassen sich auf Aushandlungsprozesse mit den Marktteilnehmern ein. Um kommunikativ anschlussfähig zu sein, müssen sie dann auch die Wertorientierungen, Leitbilder und Deutungsmuster, welche die Finanzpraxis orientieren, in ihre Regulierungsanstrengungen mit einbeziehen. Es wird argumentiert, dass mit Blick auf das Berufsethos des Investmentbanking die effektivste Maßnahme eine radikale Vereinfachung der qualitativen Regulierungsvorschriften ist. Alternativ scheint auch eine Fortentwicklung des qualitativen Regulierungsarrangements möglich unter Einbezug der Berufsverbände der Investmentbranche. Dann müssen sich die Regulatoren jedoch zugleich um eine kritische Fortentwicklung des Berufsethos und seiner theoriegebundenen, wirtschaftswissenschaftlichen Implikationen bemühen.

---

<sup>21</sup> Vgl. Herr/Stachuletz (2007), S.654f; Sachverständigenrat (2008), S.165.

<sup>22</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2008), S.167; vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.20ff.

<sup>23</sup> Kädtler (2008), S.4.

### 1.3 Angestrebtes Ergebnis

Das Konzept der qualitativen Regulierung ergibt ein Zwei-Ebenen-System: Auf der Makroebene setzt der Staat den begrenzenden, rechtlichen Rahmen autoritativ; auf der Mesoebene des Bereichs sorgt eine staatliche Regulierungsinstanz mittels des Selbstregulierungsmechanismus „Verständigung“ dafür, dass sich die privatwirtschaftlichen Akteure auf gemeinsame Standards einigen, diese umsetzen und sich die Prozesse des Bereichs in die Richtung des Steuerungsziels entwickeln.<sup>24</sup> Der Regulierungsmechanismus Wettbewerb soll gewährleisten, dass sich die privatwirtschaftlichen Akteure gegenseitig unter Druck setzen und damit die Dominanzstellung und das Verständigungsangebot der Aufsichtsbehörde akzeptieren müssen.

„Regulierung erweist sich in diesem Theoriedesign als „Spiel“ zwischen Reguliertem und Regulierer, bei dem es aber zur Strategie zählen kann, auch Dritte (etwa Interessenverbände) in das Spiel einzubeziehen, um zu verhindern, dass der Regulierer von den regulierten Organisationen „eingefangen“ wird.“<sup>25</sup>

Bislang waren die globalen Ratingagenturen jene Akteure, die strukturell mit in das Regulierungsarrangement einbezogen wurden und eine zusätzliche Kontrollfunktion mit Blick auf die wettbewerbliche Geschäftspraxis der Finanzinstitute wahrnahmen.<sup>26</sup> Angesichts des offensichtlichen Scheiterns der bisherigen Regulierung ist dieses Arrangement weiterzuentwickeln. Im Hinblick auf die in Frage kommenden Akteure, die von staatlicher Seite im Rahmen einer qualitativen Regulierung in die Verantwortung genommen werden können, kann der Einbezug des Berufsethos den Blick weiten.

Das Hauptziel der Studie ist es, das Berufsethos des Investmentbanking zu konturieren, welches eine Art handlungsstrukturierenden sozialen Kontext für die Finanzpraktiker darstellt, der zwar auch durch die individuelle Rationalität der einzelnen Akteure beeinflusst und reproduziert wird, jedoch nicht allein auf individuelles Verhalten zurückgeführt werden kann. Darüber hinaus gibt es zwei Nebenziele: Zum Einen soll geprüft werden, ob sich im Bereich der Finanzmärkte neben den Unternehmen der Finanzwirtschaft andere kollektive Akteure, insbesondere die Berufsverbände bzw. Professionen dazu eignen, gemeinsam mit den Aufsichtsbehörden die Regulierungsverantwortung zu übernehmen. Zum Anderen soll die Arbeit auch konkrete Maßnahmen benennen, die zur Optimierung einer Strategie qualitativer Regulierung beitragen bzw. die Voraussetzungen für den Erfolg einer solchen Strategie schaffen.

<sup>24</sup> Vgl. Schulz/Held (2002), S.A-3f; Lütz (2005), S.302.

<sup>25</sup> Vgl. Schulz/Held (2002), S.A-10.

<sup>26</sup> Vgl. Lütz (2005), S.303; Pfundt/Rosen (2008), S.22.

## 1.4 Wahl des methodischen Zugangs

„Was der Mensch tut, ist nur zu einem relativ geringen Teil bewusst gewolltes, also selbstgesteuertes Handeln, zum überwiegenden Teil ist es Reaktion auf das Handeln anderer, fremdgesteuert von gemeinsamen Verhaltensmustern, Sinnwelten, Institutionen.“<sup>27</sup>

Im Gegensatz zum gängigen neoklassischen Paradigma, das weite Teile der Wirtschaftswissenschaften prägt, soll die Reflexion in dieser Studie nicht bei der praktischen Rationalität eines ideal vorgestellten Individuums ansetzen, welche daraufhin als Muster für allgemeines Handeln und als Grundlage für Handlungsprognosen dient („methodologischer Individualismus“).<sup>28</sup> Stattdessen wird angenommen, dass kollektive Handlungsmuster, die den einzelnen Handlungsentscheidungen der Individuen vorausgehen, in der Regel für das Handeln ausschlaggebend sind. Mit Blick auf den Untersuchungsgegenstand erweitert dies entscheidend den Erklärungsgehalt, denn es eröffnet die Möglichkeit, dass individuelle und kollektive Rationalität divergieren, z.B. dann, wenn Handlungen, die von einem individualistischen Kalkül her als rational zu bewerten sind, im kollektiven Zusammenspiel nicht intendierte Folgen zeitigen, die auch dem individuellen Kalkül entgegen stehen.

Nach einer ethiktheoretischen Fassung des Berufsethos (2) werden vier Zugänge zum Berufsethos gesucht: Erstens über eine funktionale Definition, welche die Tätigkeiten von Investmentbanken erfasst (3.1). Zweitens werden empirische, wirtschaftssoziologische Untersuchungen über die Usancen von Währungshändler herangezogen (3.2). Drittens werden die Verhaltenskodizes derjenigen Berufsverbände, deren Mitglieder auf den internationalen Finanzmärkten tätig sind, ausgewertet (3.3). Viertens werden die theoretischen Leitbilder und Deutungsmuster, die an Business Schools als selbstverständliche Instrumentarien professionellen finanzwirtschaftlichen Handelns erlernt werden, erschlossen (3.4). Zudem werden die Auswirkungen auf die Organisations- und Branchenstruktur der Investmentbanken diskutiert (3.5). Abschließend werden einige Maßnahmen benannt, welche die Effektivität einer Strategie qualitativer Regulierung steigern könnten (4).

---

<sup>27</sup> Hengsbach (1990), S.58.

<sup>28</sup> Vgl. Clausen (2008), S.23ff.

## 2 Die Bedeutung eines Berufsethos

Der folgende Abschnitt dient der Klärung des ethiktheoretischen Status eines Berufsethos im Kontext der politischen Steuerung gesellschaftlicher Systeme. Dazu wird zunächst das Ethos als solches begriffen (2.1). In einem zweiten Schritt wird das Berufsethos als besonders strukturiertes Ethos ausgewiesen (2.2) und schließlich wird in 2.3 die Rolle des Berufsethos bei Professionalisierungsbemühungen von Berufsverbänden herausgestellt.

### 2.1 Ethik, Moral, personales Ethos, soziales Ethos

Ethik ist zu unterscheiden von dem Ethos und der Moral als den Gegenständen ihrer Analyse und Reflexion. Ein Ethos umfasst ein Set von Wertorientierungen, Überzeugungen und Normen, die innerhalb einer partikularen Gruppe akzeptiert werden und so wechselseitige Ansprüche begründen. Diese sittlichen Ansprüche, die ihre bedingt normative Kraft aus dem Bezug auf eine geteilte Vorstellung des Guten beziehen, können sich dabei auf Handlungen und Unterlassungen, auf (inter)subjektive Wertorientierungen oder die Verfahrensregeln sozialer Institutionen richten. Im Gegensatz zum Ethos wird als Moral die Gesamtheit all derjenigen Normen bezeichnet, die unbedingt gelten, d.h. unabhängig von der Akzeptanz innerhalb einer sozialen Gruppierung. Aufgabe der Ethik ist die kritische Sichtung dieser Geltungsansprüche.<sup>29</sup>

Der Begriff des Ethos kann als personaler oder als sozialer gefasst werden: Individuen leben je schon in einem bestimmten sozialen Ethos einer Gemeinschaft und bilden ihrerseits durch die Aneignung dieses spezifischen Sets von Wertorientierungen Tugenden aus, wodurch sie selbst zu aktiven Trägern des Ethos werden. Ein personales Ethos umfasst die Tugenden eines einzelnen, während ein soziales Ethos die orientierenden Verhaltensmuster einer Gemeinschaft begreift. Beide Ethosformen sind nicht voneinander zu trennen: Sie beeinflussen sich wechselseitig und bleiben aufeinander verwiesen.<sup>30</sup>

Individuen werden in ein Ethos sozialisiert, indem sie vorbildhaftes Handeln nachahmen und sich ein vorgelebtes Modell aneignen.<sup>31</sup> Solange keine Konflikte auftreten, bleibt das Ethos als handlungsstrukturierender sozialer Kontext unhinterfragt, denn Eigeninteresse und die Motivation zur Kooperation fallen in eins. Im Fall eines Konfliktes widerstreitender Wertorientierungen wird die zugrunde liegende moralisch gefärbte Erfahrung bewusst, zumeist in Form einer Kontrasterfahrung (etwas ist so, wie es nicht sein soll!). Dabei entsteht Orientierungsbedarf, da sich moralisches Handeln und Erleben

---

<sup>29</sup> Vgl. Mieth (2002b), S.55.

<sup>30</sup> Vgl. Honnfelder (2006), S.509f.

<sup>31</sup> Vgl. Mieth (1999), S.113-115.

in der Regel in offenen, lebensweltlichen Zusammenhängen vollzieht. Der Handelnde ist verwiesen auf seine eigene Verarbeitungskompetenz: Wenn es ihm gelingt, dem Erlebnis eine Bedeutung zu geben, dann kann er sein Verhalten in ein selbstbestimmtes und verantwortliches Handeln überführen.<sup>32</sup> Ein Konflikt kann entweder im Rahmen des überlieferten Ethos aufgelöst werden, oder indem gewisse Wertorientierungen in Frage gestellt werden, zumeist als kritische Auflösung einzelner Normen. Wenn sich jedoch derart fundamentale Anfragen ergeben, dass die Geltung aller Ethosnormen für diesen Fall bezweifelt wird, kann zur Orientierung des Handelns sogar der *moral point of view* eingenommen werden: Welches Handeln steht in Übereinstimmung mit den Rechten sowohl all derjenigen, die betroffen sind von der Handlung, als auch den Rechten des Handelnden selbst?<sup>33</sup> Diese partiellen Revisionen des personalen Ethos wirken zurück auf das soziale Ethos: Ethosnormen und Wertorientierungen verändern sich im Laufe der Zeit, was sie jedoch keineswegs relativiert:

„[E]s kommt darauf an, diese Änderungen nicht als eine kontingente geschichtliche Abfolge, sondern als einen präsumtiven moralischen Lernprozeß zu interpretieren.“<sup>34</sup>

In dieser Perspektive stellt das Ethos die Summe der sittlich und moralisch reflektierten Erfahrungen eines einzelnen und zugleich einer sozialen Gruppe zu einem bestimmten Zeitpunkt dar.<sup>35</sup>

## 2.2 Das Berufsethos

Mit Blick auf das Ethos eines bestimmten beruflichen Feldes stellt sich die Situation komplexer dar: Die Kontrasterfahrung widerfährt den Handelnden in professionellen Kontexten mit vergleichbarer Intensität wie in offenen, lebensweltlichen Zusammenhängen, aber eine Neuausrichtung des Handelns ist nur eingeschränkt möglich, weil die Handlungssubjekte in geschlossene soziale Zusammenhänge und Rollen eingebunden sind, die ihr Verhalten maßgeblich bestimmen.<sup>36</sup>

Die Systemtheorie hat am deutlichsten den unkontrollierten Zwang herausgearbeitet, der von geschlossenen sozialen Zusammenhängen (Systemen) ausgeht.<sup>37</sup> Niklas Luhmann versteht Gesellschaft als uneinheitliches Konglomerat anonymer Funktionssysteme, welche je nach einer eigenen Logik innerhalb ihres Geltungsbereichs operieren.<sup>38</sup> Er unterscheidet daher System und Lebenswelt, Rolle und Person.<sup>39</sup> Ein Funktionssystem

---

<sup>32</sup> Vgl. Mieth (2002b), S.56ff.

<sup>33</sup> Die Formulierung des *moral point of view* hier in Anlehnung an Alan Gewirths Moralprinzip. Vgl. Gewirth (1996), S.19.

<sup>34</sup> Ott (1997), S.566.

<sup>35</sup> Vgl. Mieth (2002b), S.57.

<sup>36</sup> Vgl. Hengsbach (1991), S.58.

<sup>37</sup> Vgl. Offe (2009), S.44.

<sup>38</sup> Vgl. Luhmann (1997), S.744ff.

<sup>39</sup> Vgl. Luhmann (1997), S.771.

(z.B. das Wirtschaftssystem) konstituiert sich entlang einer spezifischen binären Codierung (Zahlung/Nichtzahlung). Die Codierung stellt die zentrale Funktionsbedingung dar: Das Wirtschaftssystem begreift sich erst durch die Zahlungsorientierung als Markt und grenzt zugleich diejenigen Bereiche als Umwelt aus, die sich nicht in Zahlungsereignisse untergliedern.<sup>40</sup> Auf der Ebene der Codierung ist das System geschlossen, d.h. es ist gegen Einflüsse seiner Umwelt resistent: Die Handlungen in diesem System orientieren sich primär mit Blick auf die zu erwartenden Geldzahlungen.

Erst auf der sekundären Ebene der Programmierung ist das System orientierungsoffen.<sup>41</sup> Der moralische Code gut/böse übernimmt somit nur eine Teilfunktion innerhalb der Funktionssysteme.<sup>42</sup> Diese Teilfunktion ist jedoch nicht unerheblich, denn das Wirtschaftssystem ist nicht ausschließlich als Markt zu begreifen, wie es die Konzentration auf die Zahlungsfolgen impliziert. Vielmehr müssen auch die inneren Antriebskräfte von Märkten in den Blick genommen werden: Es sind die Unternehmen, die das Marktgeschehen überhaupt erst in Gang bringen und antreiben.<sup>43</sup> Diese interagieren zwar strategisch auf Märkten und richten dabei ihre Aktionen primär an den Zahlungsfolgen aus, stellen jedoch in sich selbst komplex organisierte, arbeitsteilige Organisationen dar.<sup>44</sup> Das Ethos ist also zu verorten unterhalb der Ebene der Systemcodes und oberhalb der Ebene individueller sittlicher Vorstellungen: Ohne sanktionierbar zu verpflichten, koordiniert es die Handlungen von konkurrierenden und strategisch interagierenden Einzelakteuren eines Sachbereichs durch die vorgehaltenen Leitbilder und Deutungsmuster der alltäglichen beruflichen Praxis. Das Ethos stützt den Code durch sittliche Verhaltensregeln.<sup>45</sup> Mit der Unterscheidung von Code und Programm ist dabei jedoch zu beachten: Moralische Imperative, die nicht kompatibel mit dem Systemcode sind, sorgen u.U. für Irritation, bleiben aber als unverständiges Rauschen für den Ablauf des Systems irrelevant.<sup>46</sup>

Das gesellschaftliche Ethos zeichnet sich letztlich durch eine schmale Zone übergreifender Überzeugungen und Verhaltensregeln aus.<sup>47</sup> Es zerfällt in eine Vielzahl von Bereichs- bzw. Berufsethiken. Für ein Berufsethos hat der Code des jeweiligen Funktionssystems notwendigen, jedoch nicht hinreichenden Charakter: Die jeweilige Systemlogik gibt der Praxis einen bestimmten Korridor von Handlungsmöglichkeiten vor, wodurch viele mögliche Handlungen ausgeschlossen werden, ohne dass sie die Freiheit

---

<sup>40</sup> Vgl. Luhmann (1986), S.103f.

<sup>41</sup> Vgl. Luhmann (1986), S.90f.

<sup>42</sup> Vgl. Ott (1997), S.347ff.

<sup>43</sup> Vgl. Binswanger (2006), S.93-111.

<sup>44</sup> Vgl. Neus (2005), S.117ff.

<sup>45</sup> Vgl. Ott (1997), S.349.

<sup>46</sup> Vgl. Luhmann (1997), S.750; 797ff.

<sup>47</sup> Vgl. Honnefelder (2006), S.509.

des Handelnden gänzlich beschränkt: Innerhalb der Systemvorgaben eröffnet sich so ein Spielraum für Handlungsalternativen und verantwortliche professionelle Praxis:<sup>48</sup> Das Berufsethos bietet dabei denjenigen Personen, die eine bestimmte Rolle übernehmen (müssen), eine Vorstellung, wie sie diese Rolle gut ausfüllen können.<sup>49</sup>

In Funktionssystemen gibt es folglich einen partiellen Dispens vom gesellschaftlichen Ethos. Sozialethisch kann dies gerechtfertigt sein, wenn es dem Gemeinwohl zuträglich ist: Die Orientierung an den Systemvorgaben reduziert für die Akteure Komplexität. Indem sie davon entlastet sind, jede Handlung moralisch abzuwägen, können sie ihre Entscheidungsprozesse effektiver gestalten und ihr gemeinsames Wohl befördern.<sup>50</sup> Sie profitieren davon, dass Handlungen voraussehbar werden, was die Koordination vereinfacht. Zugleich wird ggf. dadurch auch die Effizienz des Systems gesteigert, was dem gesellschaftlichen Gemeinwohl förderlich ist.<sup>51</sup> *Prima facie* wird hier für die Finanzwirtschaft angenommen, dass ihr Beitrag zum gesellschaftlichen Gemeinwohl identisch ist mit den Zielvorstellungen des Regelwerkes Basel II: die Gewährleistung der Stabilität und Solidität des Finanzsystems. Dahinter stehen freilich die volkswirtschaftlich bedeutsamen Funktionen des Finanzsystems (Geldversorgung, Risikomanagement etc.; vgl. 1.1).

### 2.3 Das Berufsethos im Kontext von Professionalisierung

In bestimmten gesellschaftlichen Handlungsbereichen hat das Berufsethos eine besondere Ausprägung erhalten: Der Aspekt der „Berufung“, der im Begriff „Beruf“ anklingt, wurde zu einem mehr oder weniger scharfen Anforderungsprofil einer „Profession“ ausgedeutet.

Bislang blieben Professionen sowohl in der politikwissenschaftlichen, wirtschaftswissenschaftlichen als auch sozialethischen Theoriebildung weitgehend unberücksichtigt. Dabei kennzeichnet der „Beruf als Institution“ die spezifische Verfasstheit des deutschen Kapitalismus.<sup>52</sup> Im Zentrum der Professionalisierung steht die gute und verlässliche Erfüllung einer gesellschaftlich wichtigen Aufgabe, wodurch die Profession auch für politische Steuerungsprozesse relevant wird (beispielsweise Ärzte, Apotheker, Anwälte, Psychologen etc.).<sup>53</sup> Der Begriff der Professionalisierung beschreibt dabei den Prozess, in dem sich eine Berufsgruppe als gesellschaftlicher Akteur konstituiert.

---

<sup>48</sup> Vgl. Ott (1997), S.348.

<sup>49</sup> Vgl. Honnefelder (2006), S.509.

<sup>50</sup> Vgl. Nell-Breuning/Sacher (1952), S.88.

<sup>51</sup> Vgl. Gosepath (2004), S.360ff; Nell-Breuning/Sacher (1952), S.88.

<sup>52</sup> Vgl. Gottschall (2008), S.256f.

<sup>53</sup> Vgl. Mai (2008), S.15.



„Die Genese von Professionen beruht nicht auf sozialen Klassen, Schichten oder Milieus, sondern auf bestimmten anspruchsvollen und für die Gesellschaft wichtigen Tätigkeiten.“<sup>54</sup>

Nach Manfred Mai unterscheidet sich eine Profession als besonders organisierte Berufsgruppe von anderen organisierten Interessenvertretungen wie Parteien, Gewerkschaften, Verbände, NGOs usw. vor allem durch vier Merkmale:

- eine anspruchsvolle, zumeist akademische Ausbildung
- ein besonderes Vertrauensverhältnis zum jeweiligen Klientel
- eine weitgehend autonome Regelungskompetenz bezüglich systemspezifischer Fragen (Qualitätsgewährleistung der wichtigen Tätigkeit, Berufszulassung, Ausbildungsinhalte et. al.) sowie eine monopolartige Kontrolle für den jeweiligen gesellschaftlichen Bereich
- ein kodifiziertes Berufsethos, das explizite Gemeinwohlbezüge aufweist.<sup>55</sup>

Aufgrund der soziotechnisch-systemischen Expertise verfügt eine Profession über hohe Sachkompetenz, wodurch ihr steuerungstechnisch eine große Bedeutung zukommt. Da jedoch Sachkompetenz nicht gleichbedeutend ist mit Urteilsüberlegenheit in moralischen Diskursen, erhält eine Profession ihre gesellschaftliche Legitimation erst, indem sie ihr Selbstverständnis auch in Anbindung an ihren Beitrag zum gesellschaftlichen Gemeinwohl gewinnt.<sup>56</sup> Für die politischen Verantwortungsträger ist die Einbindung von Professionen in die Regulierung von gesellschaftlichen Systemen ambivalent: Sie vereinen den steuerungstheoretischen Vorteil, die zu erfüllende Aufgabe angesichts zunehmender Komplexität effizient(er) erfüllen zu können, da sie in hohem Maße sowohl über Expertise als auch Einfluss verfügen, mit dem demokratietheoretischen Nachteil, dass die politisch eindeutig delegierte Verantwortung diffundiert, indem ein kollektiver Akteur in die Verantwortung eingebunden wird, der nicht demokratisch legitimiert ist.<sup>57</sup>

Entscheidend für die Eignung einer Profession zur politischen Steuerung ist es, inwieweit ihr Berufsethos und ihre Strukturen der Selbstverpflichtung und Selbstkontrolle in der Lage sind, die Gefahr des Opportunismus zu bannen:

„[Das Ethos] einer Profession wirkt dabei wie ein ständiger und ständischer Gewissensaufruf, das Gemeinwohl vor den Eigennutz zu stellen. In das rational-choice-Kalkül geht dann die Option: „Verlust der Reputation und der Erlaubnis zur Selbstregulierung“ mit ein.“<sup>58</sup>

---

<sup>54</sup> Mai (2008), S.15.

<sup>55</sup> Vgl. Mai (2008), S.15.

<sup>56</sup> Vgl. Mieth (2002b), S.69f; Ott (1997), S.316f.

<sup>57</sup> Vgl. Mai (2008), S.16f.

<sup>58</sup> Vgl. Mai (2008), S.16.

Der Gesetzgeber kann nur einer Art ethischem, z.T. sittlichem Minimalkonsens einer Gesellschaft Ausdruck geben. Ein Berufsethos hingegen umfasst eine größere Bandbreite an sittlichen Normen, welche auf den Vorstellungen guter Berufspraxis basieren. Solche Normen können nur innerhalb der eigenen partikularen Gruppe Geltung beanspruchen. Daher braucht eine Profession zur Durchsetzung des Berufsethos eigene Sanktionsmöglichkeiten gegenüber den „schwarzen Schafen“ in ihren Reihen, die zwar formal gegen keine gesetzliche Regelung verstoßen, die aber dennoch den Ehrenkodex der Profession verletzen und dadurch das Fundament des gesellschaftlichen Vertrauensvorschlusses untergraben (mögliche Sanktionen sind z.B. moralische Missbilligung, Ausschluss aus dem Berufsverband, Entzug der professionellen Lizenz o.ä.).<sup>59</sup>

In diesem Zusammenhang tut sich eine Schwierigkeit auf, die so nur in modernen Gesellschaften mit ausdifferenzierten Subsystemen auftreten kann: Da sich eine Profession bildet, weil ihre Mitglieder einen relativ geschlossenen Erfahrungshintergrund aufweisen, der sich jeweils durch Ausbildung, professionelle Sozialisation und Praxiserfahrung angeeignet wird, können ihr Berufsethos und die professionellen Leitbilder anderen sittlichen Vorstellungen und sogar moralischen Normen widerstreiten.<sup>60</sup> In der kontinuierlichen Auseinandersetzung mit den Herausforderungen der spezifischen gesellschaftlichen Aufgabe und den Systemvorgaben kann sich eine Profession Überzeugungen aneignen, die den gesellschaftlichen Erwartungen bezüglich ihres Beitrags zum Gemeinwohl widersprechen. Dadurch kann sie die gesellschaftliche Legitimation verlieren, die notwendig ist, um in die politische Steuerung gesellschaftlicher Systeme eingebunden werden zu können.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Vgl. Ott (1997), S.484.

<sup>60</sup> Vgl. Ott (1997), S.483f; Mieth (2002b), S.60-72.

<sup>61</sup> Vgl. Mai (2008), S.17f.

### 3. Das Ethos des Investmentbanking

Im folgenden Abschnitt wird das Berufsethos des Investmentbanking inhaltlich gefasst. Dazu wird in 3.1 ein Begriff des Investmentbanking entwickelt, der an dessen faktische Gestalt anschließt. In 3.2 werden empirische Studien ausgewertet, welche die Handelsgewohnheiten von Finanzmarkthändlern untersuchen. In 3.3 werden die Verhaltenskodizes derjenigen Berufsverbände, die an den Finanzmärkten tätig sind, daraufhin befragt, welche Vorstellungen von gutem und gelingendem Handeln sie enthalten. Daraufhin werden die theoretischen Leitbilder und Deutungsmuster, die faktisch die Finanzpraxis beeinflussen, rekonstruiert (3.4). Da Theorie und Praxis sich wechselseitig beeinflussen, werden die Auswirkungen der Leitbilder und Deutungsmuster auf die Branche der Investmentbanken betrachtet (3.5). In 3.6 schließlich werden die Ambivalenzen des Ethos des Investmentbanking herausgearbeitet.

#### 3.1 Investmentbanking

In kapitalmarktdominierten Volkswirtschaften wie den USA oder Großbritannien, die sich durch eine Konzentration auf die Kapitalmärkte als vorrangige Finanzierungsquelle für wirtschaftliche Unternehmen auszeichnen, kann das Investmentbanking als die zentrale Schnittstelle des Kapitalakkumulationsprozesses gelten.<sup>62</sup> Doch auch in traditionell bankendominierten Volkswirtschaften (z.B. der Bundesrepublik Deutschland), in denen der Bankkredite lange Zeit die wichtigste Finanzierungsquelle darstellte, hat das Investmentbanking inzwischen eine große Bedeutung erlangt.<sup>63</sup>

Der wissenschaftliche Begriff des Investmentbanking ist umstritten. Die Begriffsproblematik resultiert aus der großen, faktischen Bedeutung des Investmentbanking und der hohen Komplexität des Geschäftsfeldes, das sich auch aufgrund der informations- und kommunikationstechnologischen Revolution seit Beginn der 80er Jahre in hohem Tempo verändert. Vermehrt wird daher für eine Art inhaltsleere Minimaldefinition plädiert:

„Investment Banking is, what Investment Banks do.“<sup>64</sup>

In diesem Sinne sollen hier nun die Tätigkeiten von Investmentbanken eruiert werden, um so jene Formaldefinition für die aktuelle historische Situation zu füllen.

---

<sup>62</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.vii.

<sup>63</sup> Vgl. Löwe (2000), S.939f, Lütz (2005), S.300; Pfeiffer (2009), S.18; Sachverständigenrat (2005), S.457f.; Pfundt/Rosen (2008), S.4ff.

<sup>64</sup> Vgl. Achleitner (2002), S.9.

### 3.1.1 Primärmarktaktivitäten

Investmentbanken verstehen sich primär als Informationsintermediäre für Kapitalmärkte. Ihre Bedeutung beziehen sie aus dem Umstand, dass die relevanten Informationen über öffentlich notierte Unternehmen auf den Sekundärmärkten extrem disparat und über alle beteiligten Akteure verstreut sind; sie verdichten sich in Preisen bzw. Kursen erst durch das Wechselspiel von Angebot und Nachfrage, welche sich auf die gehandelten Wertpapiere eines Unternehmens beziehen. Die Preisfindung an Kapitalmärkten orientiert sich damit in der Regel an der Vergangenheit: Der Erwartungswert der zukünftigen Rentabilität eines Unternehmens resultiert aus der Extrapolation seiner Performance in den vergangenen Perioden unter Berücksichtigung aktueller Ereignisse und im Horizont zukünftig erwarteter Entwicklungen.<sup>65</sup> Diese vergangenheitsorientierte Kapitalisierung stellt vor allem für solche Unternehmen ein Problem dar, die zwar auf zusätzliche externe Finanzierungsmittel angewiesen sind, die aber noch nicht auf den Kapitalmärkten als Emittenten etabliert sind und es somit für diese noch keinen öffentlichen Preis gibt.

Investmentbanken beanspruchen als ihre Hauptaufgabe die Schließung dieser Zeitlücke. Sie begleiten die Emission der Wertpapiere von Unternehmen (Aktien, Anleihen etc.), Staaten (Staatsanleihen etc.) und supranationalen Organisationen (z.B. Weltbankbond)<sup>66</sup> durch eine spezifische Form der Wissensvermittlung: Sie knüpfen ein Netzwerk zwischen potentiellen (privaten, institutionellen) Investoren, das zum einen der Informierung der Investoren über die geplante Emission dient und ihnen zum anderen eine moderierte Vertrauensplattform bereitstellt, damit sie ihre jeweiligen unternehmensbezogenen Informationen austauschen können. Darüber hinaus vermitteln sie die divergierenden Interessen mit Blick auf den Emissionspreis und helfen, einen Konsenspreis zwischen dem vom Emittenten geforderten Höchstpreis und dem von den Investoren erwarteten Niedrigstpreis zu finden.<sup>67</sup> Diese Form der „Informationsproduktion“ stellt die Hauptfunktion der Investmentbanken dar: Durch sie wird die Preiseinschätzung für neue Wertpapiere erleichtert und oftmals Marktnachfrage überhaupt erst generiert. Investmentbanken schaffen informelle Primärmärkte für die Platzierung neuer Wertpapiere (Initial Public Offering -IPO).<sup>68</sup>

„Investment banks create and manage information marketplaces, within which innovators in search of capital, information producers able to generate price-relevant information, large-scale investors who can provide liquidity, and also smaller investors, meet to trade informal property rights over the price-relevant information needed to float a new issue. The investment bank acts as an

<sup>65</sup> Vgl. Windolf (2005), S.26f; Bundesbank (2009), S.24f.

<sup>66</sup> Vgl. Fischer (2000), S.945.

<sup>67</sup> Vgl. Pfundt/Rosen (2008), S.73.

<sup>68</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.3-5; 7; 21f.

intermediary in this marketplace: it collects information from information producers, and disseminates it to innovators and to investors.“<sup>69</sup>

Über diese Erstemissionen hinaus platzieren Investmentbanken auch Wertpapiere von Unternehmen, die in einem Land bereits öffentlich notiert sind, auf internationalen Märkten oder organisieren Folgeplatzierungen, die auf bereits ausgegebene Wertpapieren aufbauen und das verfügbare Unternehmenskapital erhöhen.<sup>70</sup> Einnahmen generieren Investmentbanken in diesem Geschäftsfeld, indem sie am Ertrag der IPOs durch Vorkaufsoptionen o.ä. beteiligt werden.<sup>71</sup>

### 3.1.2 Sekundärmarktaktivitäten

Zugleich verschafft die Erfüllung jener Informations- und Vermittlungsfunktion den Investmentbanken einen komparativen Vorteil auf den Sekundärmärkten, welche sie in fünf abgeleiteten Dienstleistungsaufgaben nutzen:

- Erstens bieten sie ihre spezifischen Informationsvorsprünge als Dienstleistung an und beraten sowohl große Privatinvestoren als auch institutionelle Investoren in Fragen des Portfoliomanagements. Darüber hinaus nutzen sie ihr Reputationskapital und beteiligen sich auch direkt an der Vermögensverwaltung und dem Wertpapierhandel, indem sie selbst eigene Investmentfonds für Anleger anbieten.<sup>72</sup>
- Zweitens verbinden sie ihren Informationsvorteil mit der Beratung von Unternehmern und Unternehmen in Fragen der *Corporate Finance*, also allen Entscheidungen bezüglich der Finanzierungs- und Risikooptimierung. Für letztere weist die Verbindung mit einer Investmentbank zudem den Vorteil auf, dass diese das finanztechnische Know-how mitbringt, um für die von den Unternehmen bereitgestellten Informationen „maßgeschneiderte“, passgenaue derivative Finanzierungs- und Absicherungsinstrumente zu finden bzw. überhaupt erst zu entwickeln (*Structured Finance*). Investmentbanken treten dabei nicht nur als Vermittler auf, sondern bieten selbst solche speziellen derivativen Finanztitel und zum Teil auch Kredite an (ggf. über ausgegründete Zweckgesellschaften, Hedgefonds etc.) und organisieren auch ihre Verbriefung und den anschließenden Handel an Sekundärmärkten.<sup>73</sup>
- Drittens beraten sie Unternehmen bei der Übernahme von und der Fusion mit anderen Unternehmen, bei dem Kauf- und Verkauf von Unternehmensteilen und deren Finanzierung (*Mergers and Acquisition*). Zudem nutzen sie vermehrt ihr

---

<sup>69</sup> Morrison/Wilhelm (2007), S.95.

<sup>70</sup> Vgl. Fischer (2000), S.960f.

<sup>71</sup> Cgl. Pfundt/Rosen (2008), S.58f.

<sup>72</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.29f.

<sup>73</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.26f; Löwe (2000), S.942; Pfundt/Rosen (2008), S.24f.

Erfahrungswissen in diesem Feld und engagieren sich selbst als Investoren auf den Märkten der Unternehmensübernahme, teils über bankinterne Abteilungen, teils über ausgegründete Beteiligungsgesellschaften, und bieten bei verkäuferseitig initiierten Transaktionen zunehmend die Übernahme der kompletten Finanzierung an (*Stapled Finance*).<sup>74</sup>

- Viertens treten Investmentbanken als Vermittler für Projektfinanzierungen auf: Sie bringen Projektträger, Versicherungen, Kreditgeber etc. zusammen in einer rechtlich und wirtschaftlich selbstständigen Gesellschaft (*Special Purpose Company*), die sich selbst refinanziert und nur bis zur Erreichung des Projektziels Bestand hat.<sup>75</sup> In der Regel wird ein Projektkonsortium (ebenso wie große IPOs) von zwei oder mehreren Investmentbanken begleitet, von denen eine den federführenden *lead manager* stellt.<sup>76</sup>
- Fünftens besteht durch den internationalen Handel von Gütern, Dienstleistungen und Finanztiteln und die damit oftmals verbundene Überschreitung von Währungsraumgrenzen die Notwendigkeit, Forderungen und Verbindlichkeiten in Fremdwährungen zu begleichen. Unter den gesamten Bereich des Devisenhandels fallen Devisentransaktionen (Kassa- und Termingeschäft) und Devisenoptionen. Einige Investmentbanken subsumieren den Bereich der Zinsderivate in fremder Währung ebenfalls dem Devisenhandel.<sup>77</sup> Der Devisenhandel vollzieht sich ebenso wie ein großer Teil des Derivatehandels als Over-The-Counter-Handel (OTC), also ohne Vermittlung von offiziellen Handelsplattformen direkt zwischen den Handelsräumen der betreffenden Banken.<sup>78</sup> Investmentbanken treten auf den OTC-Märkten als Market-Maker auf, d.h. sie stellen solche Händler, die auf den Märkten stets Kaufs- und Verkaufspreise anbieten.

Mit diesen fünf Geschäftsfeldern übernehmen Investmentbanken Dienstleistungen und Aufgaben, die über eine rein informationsbezogene Funktion hinausreichen. Investmentbanken sind damit nicht ausschließliche Informationsintermediäre, sondern auch Finanzintermediäre: Sie sind vielseitig vernetzte, multifunktionale Anbieter von Finanzmarktdienstleistungen und zugleich Eigenhändler in Finanzmarktgeschäften. Diese Multifunktionalität ist nicht zuletzt überhaupt dadurch ermöglicht worden, dass es zu umwälzenden Entwicklungen im Bereich der Informations- und kommunikationstechnologischen Forschung (IKT) gekommen ist.

---

<sup>74</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.21f, Pfundt/Rosen (2008), S.25; 224.

<sup>75</sup> Vgl. Schepp (2000), S.987ff.

<sup>76</sup> Vgl. Pfundt/Rosen (2008), S.73.

<sup>77</sup> Vgl. Maier (2000), S.1046.

<sup>78</sup> Vgl. Knorr-Cetina/Brügger (2005), S.146.

### 3.1.3 Die zentrale Rolle der Informationsgewinnung und –prozessierung

#### 3.1.3.1 Die informations- und kommunikationstechnologische Revolution

Seit den 1960er Jahren verändert sich das Erscheinungsbild der Finanzbranche von Grund auf durch eine Reihe technologischer Neuerungen, die sich wechselseitig verstärken: Den einen Entwicklungspol bildet die fortschreitende Computisierung der Industrien, der den Innovationsprozess hin zu leistungsfähigeren und günstigeren Computersystemen sowohl im Bereich der Hard- als auch der Software verstetigt. Den anderen Pol bilden technische Fortschritte im Bereich der Telekommunikation, die eine immer intensivere Vernetzung erlauben – zunächst auf nationalstaatlicher, inzwischen auch globaler Ebene. Dieses Zusammenspiel von Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) und die damit verbundenen Leistungszuwächse in der Prozessierung und der Vermittlung von Daten ermöglicht nicht nur zunehmende Vernetzung auf internationaler Ebene (vgl. 3.2), sondern veränderte das Investmentbanking in den unterschiedlichen Bereichen: Zunächst wurde die traditionelle Back-Office-Arbeit revolutioniert durch die Möglichkeit, immens große Transaktionsvolumina und den daraus resultierenden Zahlungsverkehr digital in erheblich kürzerer Zeit abzuwickeln. Ihre wiederkehrenden, administrativen Tätigkeiten wurden zunehmend automatisiert und standardisiert: Erstmals wurden in diesem Zusammenhang Begriffe der verarbeitenden Industrie für die „Bankenindustrie“ entlehnt, wie beispielsweise Skaleneffekten etc. In den 1970er Jahren entstanden an der New Yorker Börse vollelektronische Handelsplattformen - die Londoner City folgte mit einem Zeitverzug von ca. 10 Jahren<sup>79</sup> - welche mit der Einführung des Intermarket Trading System erstmals übergreifend integriert wurden: Die verschiedene Börsen traten dadurch in einen Wettbewerb ein.<sup>80</sup>

In den 1980ern gerät auch der Front-Office-Bereich in den Veränderungssog der Computisierung: Die Händler begannen zunehmend, die Positionen und Handelsaktivitäten der anderen institutionellen Investoren durch computergestützte Datenerfassungs- und Verarbeitungssysteme zu verfolgen (*tracking*). Einerseits erweiterten diese digitalen Programme die Handelsmöglichkeiten eines einzelnen Händlers; andererseits veränderten sie auch die Arbeit selbst: Angesichts der neuen Komplexität verlor die traditionellen Fähigkeiten der einzelnen Händler, Marktprozesse beobachten, einschätzen und vorhersagen zu können, an Bedeutung. Diese machte jedoch in hohem Maße deren Reputation aus. Anschaulich wurde diese Entwicklung vor

---

<sup>79</sup> Von den britischen Bankangestellten wurde diese elektronische Umstellung als so radikal empfunden, dass der Tag, an dem die Politik die rechtlichen Voraussetzungen für den elektronischen Handel schuf, als „Big Bang“ in die Geschichte einging; vgl. Fortson, (2006).

<sup>80</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.232-237.

allem darin, dass der Parketthandel und damit die Face-to-Face-Handelssituation fast gänzlich durch den elektronischen Handel und seine Face-to-Screen-Situation verdrängt wurden.<sup>81</sup>

### 3.1.3.2 Die Rolle der Analysten

Im Zuge der IKT-getriebenen Automatisierung und Computisierung des Investmentgeschäfts wurden die Händler, Anlagemanager und Investmentbanker in ihren Entscheidungen zunehmend abhängig von den Empfehlungen der Analysten, als deren Tätigkeit sich die Verwaltung, Auswertung und Komplexitätsreduktion der digitalisierten Datenmengen ausdifferenzierte.<sup>82</sup>

„Wertpapieranalysten fungieren in gewisser Weise als Bindeglied zwischen den von ihnen beobachteten Unternehmen und potentiellen Investoren beziehungsweise Marktbeobachtern, sodass sie auch als Informationsintermediäre angesehen werden können. Ihre Aufgabe besteht darin, eine Vielzahl von Informationen unterschiedlicher Qualität zu sammeln, auszuwerten und – im Fall einer Gewinnschätzung – zu einer einzigen Zahl zu verdichten.“<sup>83</sup>

Vor allem Investmentbanken beschäftigen spezialisierte Analysten, die das Brokerage betreiben, d.h. die Gewährleistung eines Informationsflusses zwischen Unternehmen als den Untersuchungs- und Investmentobjekten und den verschiedenen Investmentgesellschaften und -abteilungen, die aufgrund der Prüfung und Empfehlung der Analysten ihre Investmentstrategie ausrichten.<sup>84</sup> Die Analysten sind in der Regel auf die kontinuierliche Untersuchung jeweils einer spezifischen Branche oder Industrie spezialisiert, was ein vertieftes Verständnis der jeweiligen Markt- und Wettbewerbsbedingungen verspricht.<sup>85</sup> Die Investmentempfehlungen (der sog. *Research Report*) können entweder aufgrund einer vorangegangenen Fundamentalanalyse oder aufgrund einer sog. Chartanalyse erstellt werden. Während letztere ohne Bezug auf das Referenzobjekt versucht, aus vergangenen Preisbewegungen der Wertpapiere Muster abzuleiten, aus denen dann zukünftige Preise prognostiziert werden, befasst sich erstere direkt mit den finanz- und betriebswirtschaftlichen Daten, welche das Untersuchungsobjekt und dessen Marktumfeld betreffen.<sup>86</sup> Als Erweiterung der Chartanalyse etabliert sich derzeit auf Grundlage der Einsichten der *behavioral finance* (v.a. des Phänomens „Herdentrieb“) die sog. Markttechnik bzw. markttechnische

---

<sup>81</sup> Vgl. Fortson (2006). Die extremste Zuspitzung findet dieser Trend in denjenigen Hedgefonds, die ihre Transaktionsvolumina ausschließlich durch die Automatismen computisierter Modelle verwalten lassen; vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.238-242.

<sup>82</sup> Vgl. Faust/Bahn Müller (2007), S.40f.

<sup>83</sup> Bundesbank (2009), S.22.

<sup>84</sup> Die Research-Abteilungen müssen dabei aufgrund gesetzlicher Vorschriften strikt getrennt sein von den Investmentabteilungen. Diese sog. Chinese Wall stellt sich jedoch häufig als relativ löchrig dar; vgl. Swedberg (2005), S.189.

<sup>85</sup> Vgl. Windolf (2005), S.41.

<sup>86</sup> Vgl. Faust/Bahn Müller (2007), S.40-42.



Analyse: Dabei werden zusätzlich die Stimmungen derjenigen mit einbezogen, die für die Bewertungs- und Preisfindungsprozesse der Finanzmärkte als wesentlich angesehen werden.<sup>87</sup> Indem so neben den Einschätzungen der Anlagemanager und Ratingagenturen auch die Erwartungen der anderen Analysten in die Erstellung des Research-Reports einfließen, wird der Analyseprozess zum Teil selbstreferenziell.<sup>88</sup>

Auch von Seiten der Untersuchungsobjekte, d.h. der Unternehmen, werden diese Analysen als strategisch relevant eingeschätzt. Daher sind für Unternehmen persönliche Kontakte zu den Analysten von Investmentbanken von hoher Bedeutung. Im Rahmen von Investor Relations-Aktivitäten werden Analystentreffen und Einzelgespräche gepflegt, die zu deren Informierung dienen und ihnen auch die Möglichkeit einräumen, gezielte Fragen zu stellen.<sup>89</sup> Indem Analysten erstens Zugang zu ähnlichen Daten haben, zweitens ein bedeutsamer Teil keine eigenen Daten erhebt, sondern sich vielmehr an den Kursen und damit an den Resultaten der Empfehlungen und Handlungen anderer Marktteilnehmer orientiert, sich drittens die Analysemethoden stark ähneln und viertens, die Investor-Relations-Abteilungen der Unternehmen bewusst die Erwartungen der Analysten zu beeinflussen suchen, gleichen sich die einzelnen Empfehlungen der Analysten relativ schnell an den „Mainstream“ der Kapitalmarktanleger an.<sup>90</sup>

Auch wenn die Analystenbranche es als ihre Aufgabe ansieht, die bereitgestellten Informationen mittels objektiver Methoden (beispielsweise des vektorautoregressiven VAR-Modells) zu neutralen Kauf- bzw. Verkaufsempfehlungen zu verarbeiten,<sup>91</sup> versteht sie auch eine kreative Aufgabe: Über Einzelempfehlungen hinaus stellen sie vor allem einen interpretatorischen Deutungsrahmen auf, indem die Kennziffern aussagekräftig werden. Sie erstellen eine sog. „Aktien-Story“ und erzählen eine Geschichte, welche den interpretationsbedürftigen Daten eine narrative Form gibt, die sich an gängigen Leitbildern und Deutungsmustern orientiert, intersubjektiv nachvollziehbar und plausibel ist. Daher übt der Gedanke der Innovation eine große Faszination auf Analysten auf: Innovationen bieten Analysten die Möglichkeit, sich von dem Mainstream des Meinungsmarktes abzusetzen und eine innovative Story zu erzählen (Anti-Herdenverhalten).<sup>92</sup> Da jedoch Abweichungen von der Marktmeinung nur über einen

---

<sup>87</sup> Vgl. Schmidt-Beck (2007), S.175f.

<sup>88</sup> Vgl. Kläver (2003), S.215f; Faust/Bahn Müller (2007), S.46f; Bundesbank (2009), S.23.

<sup>89</sup> Vgl. Pfundt/Rosen (2008), S.104; Zorn u.a. (2006), S.279.

<sup>90</sup> Vgl. Swedberg (2005), S.189f. Fast alle Analysten bedienen sich entweder der I/B/E/S- oder der Value-Line-Datenbank, Ramnath/Rock/Shane (2008), S.66. Paul Windolf bezeichnet diese Gesamtkonstellation als „Erwartungs-Erwartung“, vgl. Windolf (2005), S.42.

<sup>91</sup> Vgl. Schmidt-Beck (2007), S.170.

<sup>92</sup> Vgl. Faust/Bahn Müller (2007), S.44-50.

begrenzten Zeitraum hin möglich sind, ist das Zeitfenster relativ klein, indem der Analyst eine neue Story den Marktteilnehmern nahe bringen kann.<sup>93</sup>

### **Zwischenfazit**

Der Begriff Investmentbanking steht für eine heterogene Gruppe an finanzmarktbezogenen Dienstleistungen und Transaktionen: Investmentbanken sind multifunktionale Informations- und Finanzintermediäre. Sie sind sowohl im beziehungsintensiven Emmissionsgeschäft als auch im Handel auf den verschiedenen Märkten für Wertpapiere, Vermögensgüter, verbrieftete Kredite und Unternehmensübernahmen engagiert und zeichnen sich hierbei vor allem dadurch aus, dass sie Finanzinnovationen einführen und damit häufig neue Marktpraktiken und - Segmente etablieren. Darüber hinaus verwischen sich zunehmend die Grenzen zwischen Investmentbanken und Geschäftsbanken, d.h. zwischen denjenigen, die auf den Bereich der Wertpapiermärkte, und denjenigen, die auf den Bereich der Kreditvergabe spezialisiert sind. In den USA, die traditionell diese beiden Bereiche strikt trennten („Trennbankensystem“), wurde der Glass Steagall Act von 1933, welcher eine solche Trennung verfügte, sukzessiv abgeschwächt bzw. aufgeweicht.<sup>94</sup> Spätestens mit der Finanzkrise 2008 – in deren Folge sämtliche großen Investmentbanken ihren rechtlichen Sonderstatus aufgegeben haben – ist diese Trennung hinfällig. In anderen Weltregionen und Ländern, die seit jeher ein durch Geschäftsbanken dominiertes Universalbankensystem hatten, etabliert sich das Investmentbanking.<sup>95</sup>

## **3.2 Empirische Studien zum OTC-Handel**

Um die Kontur, die Bedeutung und die Spielräume eines Berufsethos des Investmentbanking zu eruieren, erfordert es einen deskriptiv-empirischen Zugang, um die Kontur, die Bedeutung und die Spielräume eines Berufsethos des Investmentbanking zu eruieren. Die wirtschaftswissenschaftlichen Leitbilder und Deutungsmuster berücksichtigen kaum das soziale Vorfeld marktförmigen Handelns. Daher bietet sich die Wirtschaftssoziologie als Hilfswissenschaft an: Diese untersucht wirtschaftliches Handeln im allgemeinen Kontext sozialen Handelns und beschreibt Facetten des Berufsethos.

### **3.2.1 Die soziale Ordnung von Märkten**

Auch empirische Zugänge sind nicht theoriefrei: Kennzeichnend für den Ansatz der Wirtschaftssoziologie ist es, Märkte nicht ausschließlich als anonyme Orte, an denen sich Angebot und Nachfrage nach einem bestimmten Gut treffen, sondern als

---

<sup>93</sup> Vgl. Windolf (2005), S.42f.

<sup>94</sup> Vgl. Löwe (2000), S.943; Morrison/Wilhelm (2007), S.295ff.

<sup>95</sup> Vgl. Emunds/Reichert (2009), S.238f; Kädtler (2007), S.4; Schmidt (2007), S.76ff.

voraussetzungsvolle Orte sozialen Handelns zu begreifen. Drei Grundannahmen leiten diese Perspektive: Wirtschaftliches Handeln ist eine Form sozialen Handelns (1); Wirtschaftliches Handeln ist eingebettet in soziale Zusammenhänge (2); Institutionen des Sachbereiches Wirtschaft sind soziale Konstrukte (3).<sup>96</sup> Auch die klassischen Wirtschaftswissenschaften konnten nur insofern von den sozialen Voraussetzungen wirtschaftlichen Handelns abstrahieren, als sie die individualistische Vorstellung eines „ehrlichen Kaufmannes“ zugrunde legten, der zwar seinen Vorteil sucht und seine Handlungen mit Blick auf die Zahlungsfolgen durchführt, jedoch zugleich wie selbstverständlich die Spielregeln des Marktes achtet und somit den notwendigen Vertrauensvorschuss, den der Markt von seinen Teilnehmern verlangt, rechtfertigt (wie z.B. die Achtung der Eigentumsrechte anderer).<sup>97</sup> Faktisch wird das Vertrauen in die kooperative Handlungsabsicht möglicher Tauschpartner, das erforderlich ist für die Teilnahme an Marktprozessen, jedoch zumeist durch die Einbindung in soziale Netzwerke, in denen sittliche Ethosnormen geteilt werden, bereitgestellt. Märkte können also als Austausch- und Preisbildungsmechanismen nur dann funktionieren, wenn die Lösung vorgelagerter Koordinationsprobleme gelingt. Zum Teil finden diese Koordinationslösungen auch ihren Ausdruck in gesellschaftlichen Institutionen, wodurch sie von den Akteuren eher als harte Realität wahrgenommen werden.<sup>98</sup> Letztlich können stabile Erwartungs- und Rollenstrukturen, die sich als soziale Ordnung innerhalb der ausdifferenzierten Funktionssysteme herausbilden,<sup>99</sup> unter den Marktakteuren als notwendige Bedingung für das Ent- und Bestehen von Märkten gelten: Empirische wirtschaftssoziologische Untersuchungen sind demnach von der Forschungshypothese geleitet, dass ein Markt hinreichend in eine soziale Ordnung eingebettet sein muss, welche erst den handlungsleitenden Kontext für situativ-rationales Handeln darstellt.<sup>100</sup> Das bedeutet auch, dass nicht nur in kleinräumigen, lokalen Kontexten soziale Ordnungen existieren, sondern dass letztlich überall dort, wo Markthandeln als eine Form sozialen Handelns geschieht, soziale Ordnungen emergieren - also auch auf der globalen Ebene.

---

<sup>96</sup> Vgl. Granovetter/Swedberg (1992), S.6.

<sup>97</sup> Vgl. Beckert (2007), S.6. Klink (2008), S.62ff.

<sup>98</sup> Vgl. Brügger (1999), S.54f.

<sup>99</sup> Zur Frage des Verhältnisses von Vernetzung und Differenzierung, vgl. Holzer (2008), S.155-164.

<sup>100</sup> Vgl. Beckert (2007), S.10. Eine soziale Ordnung wird folglich stets stillschweigend vorausgesetzt, wenn ein Zusammenhang unter dem Gesichtspunkt der *rational choice* analysiert wird.

### 3.2.2 Globale Mikrostrukturen

Karin Knorr Cetina und Urs Bruegger untersuchten in den Jahren 1997-1999 die Markttransaktionen und das Geschäftsgebaren von Devisenhändlern<sup>101</sup> und rekonstruieren den Markt des institutionellen Devisenhandels als eine globale Mikrostruktur, d.h. eine Koordinationsform menschlichen Handelns und Verhaltens, die zwar einen globalen Bereich aufspannt, jedoch zugleich wie eine mikrosoziale Beziehungsordnung der Face-to-Face-Interaktion strukturiert ist.

„Wir behaupten, dass Finanzmärkte, wie wir sie in den Handelsräumen von globalen Großbanken beobachten, als globale Formen gesehen werden müssen, die durch eine Interaktionsmaschinerie konstituiert werden, die aus dem lokalen Kontext entbettet und auf einen weltweiten Bereich ausgedehnt wurde. [...] [D]ie Erweiterung gesellschaftlicher Formen zu globalen Formen [muss] nicht mit einer Expansion sozialer Komplexität im Sinne komplexer organisatorischer und institutioneller Arrangements einhergehen.“<sup>102</sup>

Freilich müssen zwei Bedingungen erfüllt sein, damit ein globaler Markt als soziale Mikrostruktur entstehen kann: Zum einen braucht es Kommunikationstechniken und -kanäle, die simultane und kontinuierliche Interaktion auf globaler Ebene ermöglichen. Zum anderen müssen die konstitutiven Transaktionen symbolisch durchführbar sein, denn nur mittels Symbolisierung kann eine sprachliche Äußerung zugleich eine wirtschaftliche Handlung darstellen (performative Kommunikationsakte). Im Devisenhandel erfüllen die standardisierten, englischsprachigen Händlerkonversationssysteme, die sowohl Transaktions- als auch Kommunikationsmittel sein können, diese Bedingungen: Indem die Währungshändler in eine direkte, elektronisch vermittelte Kommunikationssequenz eintreten, lassen sie sich auf eine ergebnisoffene Konversation ein, die in der Regel als Handelsgeschäft ihren Abschluss findet.<sup>103</sup>

#### 3.2.2.1 Das Setting des „Devisenmarktes“

Es ist kein Zufall, dass eine solche ethnographische Studie<sup>104</sup> den Währungshandel als sozialwissenschaftlich-empirisches „Forschungslabor“ wählt. Der globale Währungsmarkt weist nämlich einige Charakteristika auf, die für die Elemente der Mikrostruktur

<sup>101</sup> Vgl. Bruegger (1999); Knorr Cetina/Bruegger (2005); Knorr-Cetina (2006). Die Studien wurden sowohl im Spot- als auch im Optionenhandel erstellt.

<sup>102</sup> Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.146.

<sup>103</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.152f. Knorr Cetina (2006), S.44f. Z.B. der „Reuters conversational dealing“, wovon weltweit ca. 300 00 installiert wurden und zu einem Handelsräume übergreifenden Intranet verbunden wurden. Faktische nutzen die Währungshändler häufiger automatisierte elektronische Broker.

<sup>104</sup> Ethnographie ist die Beschreibung und Interpretation der Kultur einer bestimmten kulturellen Gruppe (bzw. traditionell eines Volkes). Urs Bruegger versteht seine Forschungen über Währungshändler als ethnographisch, da er die Kultur dieses spezifischen Gruppe durch die deskriptiv-verstehende Herangehensweise der Ethnographie zu verstehen sucht: „Ein Handelsraum ist eine fremde Welt, über die Außenstehende und damit auch die meisten Ökonomen wenig wissen. [...] Mit einer Ethnographie über Devisenhändler kann erst einmal deren (Lebens-)Welt für Außenstehende beschrieben und verständlicher gemacht werden.“ Bruegger (1999), S.26.

von Bedeutung sind und die ihn auf der phänomenalen Ebene von anderen Finanzmärkten unterscheiden.

- Der Währungshandel stellt ein exklusives System dar. Weitgehend der nationalstaatlichen Regulierung entzogen, werden Währungen in einem selbstregulierten Netzwerk Over-The-Counter (OTC) gehandelt.<sup>105</sup> Der „Ort“ des Marktes ist nicht die Börse, wo potentiell jeder partizipieren kann. Als exklusiver Interbankenmarkt spannt sich der Devisenmarkt virtuell zwischen den Handelsräumen einer Reihe großer Investmentbanken auf (sog. „Brückenkopfzentren“, die sich vor allem in den großen Handelsorten New York, London, Frankfurt etc. befinden). Zu den Handelsräumen haben nur die angestellten Händler und Analysten Zugang.<sup>106</sup>
- Die Handelsräume sind institutionelle Hybride zwischen Markt und Organisation: Schon durch ihre Lage auf einer separaten, speziell gesicherten Etage heben sie sich vom Rest der jeweiligen Bank ab. Die Kombination von Prinzipien beider Steuerungsformen spiegelt sich im Selbstverständnis der Händler, in ihrer variablen Vergütungsstruktur etc.<sup>107</sup>
- Der Markt wird durch konstante Interaktion erzeugt; das Marktgeschehen wird direkt von individuellen Händlern bestimmt. Die prozedurale Kontinuität wird durch eine spezifische Marktrolle garantiert, die von einzelnen Händlern wahrgenommen wird: Sog. Market Maker sind solche Händler, die über ihre spekulative Tätigkeit hinaus dazu verpflichtet sind, Transaktionen vorzunehmen, auch wenn es ihren eigenen Interessen zuwiderläuft. Im Gegensatz zu „gewöhnlichen“ Händlern stellen Market Maker kontinuierlich Geld- und Briefkurse.<sup>108</sup> Sie stellen dadurch auch in Phasen unsicherer Entwicklungen Marktliquidität bereit und verhindern, dass der Markt zusammenbricht.<sup>109</sup>
- Obwohl der formale Handelsgegenstand auf Devisenmärkten Währungen sind, ist das eigentliche Produkt Wissen. Die Händler können nur durch einen Informationsvorsprung Gewinn machen, indem sie über Preisveränderungen früher als andere Händlern informiert sind bzw. aufgrund spezifischer Informationen über zukünftige

---

<sup>105</sup> Vgl. Bruegger (1999), S.31.

<sup>106</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.148-150.

<sup>107</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.148; 158; Bruegger (1999), S.295ff.

<sup>108</sup> Vgl. Bruegger (1999), S.141ff.

<sup>109</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.148. Im Gegenzug erhalten sie Vergünstigungen, z.B.

Gebührenerlässe o.Ä, und können ihre Position gezielt für Arbitragegeschäfte ausnützen. Entsprechend groß ist der Umsatz eines Market Makers, der sich auf mehr als eine Milliarde Euro belaufen kann; vgl. Bruegger (1999), S.149.

Ereignisse auf Preisbewegungen wetten.<sup>110</sup> Sie beziehen daher finanzmarktbezogene Informationen sowohl von internen Analysten als auch von externen Researchunternehmen.<sup>111</sup> Diese informationsverarbeitende Funktion findet sich auch auf anderen Finanzmärkten;<sup>112</sup> Devisenmärkte allerdings heben sich dadurch ab, dass neues Wissen schneller und unmittelbar in das Marktgeschehen eingeht und die Kurse beeinflusst. Oftmals ist es dabei weniger relevant, ob die Informationen zutreffen, vielmehr dass sie von Händlern als zutreffend angesehen werden: Indem sie einen Handel begründen, beeinflussen sie faktisch die Bewegung der Kurse und werden dadurch zur Marktrealität, mit der sich die anderen Händler auseinandersetzen müssen. Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass Kommunikation in einem derart strukturierten Markt Liquidität bedeutet; jede neue Information, die exklusiv genutzt werden kann, trägt die Möglichkeit eines guten Geschäftes in sich; wird es realisiert, wird jene spezifische Information externalisiert und es wird Wissen „produziert“. Da auf einem Devisenmarkt jeder Händler zugleich Käufer und Verkäufer ist, sich alle Marktteilnehmer in einer Situation wechselseitiger Konkurrenz befinden und der Markt durch die Interaktion der Händler entsteht, resultiert eine Ordnung wechselseitiger Beobachtung und Handlungsorientierung.<sup>113</sup>

Entscheidend für die Herausbildung einer sozialen Ordnung ist nun, dass die Akteure Verhaltensweisen der lebensweltlichen Face-to-Face-Interaktion auf die Face-to-Screen-Interaktion übertragen: Die Anderen Marktteilnehmer sind nicht unmittelbar und körperlich präsent, aber ihre Präsenz wird von den Händlern erfahren, indem sie jene bzw. die Auswirkungen ihrer (kumulativen) Handlungen stetig an den Bildschirmen registrieren. Die Bildschirme bilden die Marktrealität ab; sie sind für den einzelnen Händler der (ortlose) Markt.<sup>114</sup> An ihm und damit an den Aktionen der Anderen richten die Händler ihre in der Regel gewinnorientierten (Markt)Handlungen aus. Die Primärorientierung am Markt wird ergänzt durch die Sekundärorientierung der Back-to-Back-Situation des Trading-Rooms: Die körperliche Präsenz der anderen Händler macht sich vor allem als akustischer Hintergrund bemerkbar und verstärkt den Eindruck einer erfahrbaren und emotionalen Marktinteraktion: Die Ko-Präsenz im Trading-Room bildet den unbewussten Hintergrund für die Wahrnehmung der „Stimmung des Marktes“ und beeinflusst das Handeln und Verhalten mit.<sup>115</sup>

---

<sup>110</sup> Vgl. die Handelspraxis der sog. Hochfrequenz- oder Flash-Orders, wobei versucht wird, durch das softwaregestützte Platzieren sehr kurzfristiger Orders Informationsvorsprünge im Bereich einiger (Milli)Sekunden auszunutzen.

<sup>111</sup> Vgl. Bruegger (1999), S.35.

<sup>112</sup> Vgl. 3.1: Investmentbanken wurden hier vor allem als Informationsintermediäre vorgestellt.

<sup>113</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.149; 150f.

<sup>114</sup> In Anlehnung an Jean Paul Sartre könnte man formulieren: „Der Markt, das sind die Anderen“.

<sup>115</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.150f.

### **3.2.2.2 Die Händlerkonversationen als Handels- und Kommunikationsmedium**

Um sich den Charakter der globalen Beziehungen zwischen den Devisenhändlern zu verdeutlichen, muss sich die Form der institutionellen Interaktion vergegenwärtigt werden: Das wichtigste performative Medium von Devisentransaktionen sind digitale Händlerkonversationen, die an einen virtuellen digitalen Chat erinnern, welcher in besonderer Weise standardisiert und vorstrukturiert ist. Dabei ist es beispielsweise nicht möglich, die konsequent alternierende Konversationssequenz einseitig zu verändern oder etwas bereits Geschriebenes zu löschen; Überlappungen sind ausgeschlossen. Der Händler, der die Konversation eröffnet, wird in der Kopfzeile identifiziert (Finanzinstitut, Handelsort etc.) und gibt mit seiner Anfrage das Handelsvolumen und die Währungen an, an deren Kauf bzw. Verkauf er interessiert ist. Der Angefragte stellt eine Preisspanne, ohne zu wissen, ob der Anfragende kaufen oder verkaufen will („Pricing“). Da per Handelskonvention der gestellte Preis zumindest für die folgenden Sekunden verbindlich ist, wird so unterstellt, dass er fair zustande kommt. Dem Anfragenden obliegt nun die Auswahl, ob er kaufen, verkaufen oder nichts tun will. Den Abschluss der Konversation bilden eine Zusammenfassung der Geschäftskonditionen, eine standardisierte Grußformel und die Angabe der Kontodaten. Im Durchschnitt dauert eine solche Sequenz zehn bis zwanzig Sekunden. Der Minimalismus der Konversation verweist auf die institutionalisierte Intention eines möglichst eindeutigen, störungsfreien und unverzüglichen Geschäftsabschlusses.<sup>116</sup>

Die soziale Dimension der Devisenmärkte zeigt sich nun vor allem in der Tatsache, dass die digitalen Schemata der Händlerkonversation, deren hoher Standardisierungsgrad auf ein Höchstmaß von Objektivität zielt, auch zu interpersonaler Kommunikation genutzt werden, die nur mittelbar ökonomisch motiviert ist: Da der Zugang zu neuem bzw. exklusivem Wissen auf den Devisenmärkten für den ökonomischen Erfolg von Transaktionen konstitutiv ist, stellen exklusive Kommunikationsbeziehungen eine Schlüsselgröße für die einzelnen Händler dar. Nur durch dieses zusätzliche Wissen kann ein Händler besser informiert sein als der „Markt“. Zur Beziehungspflege und zum Informationsaustausch greifen Händler untereinander auch auf die Schemata der Handelskonversation zurück, wobei die Themen von marktspezifischen Vorgängen bis hin zu persönlichen Intima reichen. Das ostentative Aussetzen der Marktkonvention und der exklusive Informationsaustausch generieren und bestätigen interpersonales Vertrauen. Zuweilen können diese persönlichen Konversationen auch wieder in Handelskonversationen und –transaktionen übergehen. In der Regel wird in solchen Beziehungstransaktionen das Kauf- bzw. Verkaufsinteresse bereits zu Beginn offen gelegt. Dabei ist auch zu beobachten, dass Händ-

---

<sup>116</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.152-155; Bruegger (1999), S.149-165.

ler Geschäfte abschließen, die angesichts der ökonomischen Systemlogik als irrational zu bezeichnen sind: Offensichtlich ist der Erhalt guter, wissensbasierter Handelsbeziehungen zum Teil ein gewichtigerer Grund als der mögliche Profit, der entstehen könnte, wenn kurzfristige Gewinngelagenheiten ausgenutzt werden würden.<sup>117</sup>

Indem derart persönliche, wissensbasierte Beziehungsnetze jeweils neu in die Marktprozesse mit eingehen, erhält die anonyme Bildschirmrealität des Marktes eine soziale Prägung.

### **3.2.2.3 Konflikte als heuristisches Moment der Marktordnung**

Allein die standardisierte Form scheint nicht das notwendige Systemvertrauen generieren und die Gefahr des Opportunismus bannen zu können. Zwar erwartet jede Handelsseite im Rahmen der prozedural als fair angesehenen Preisspanne wie selbstverständlich, dass der Handelspartner den eigenen Gewinn maximiert. Zugleich jedoch werden die institutionellen Erwartungen durch informelle Regeln, welche die sittlichen Vorstellungen von gutem und angebrachtem Verhalten ausdrücken, ergänzt.<sup>118</sup> Die interaktionale und emotionale Dynamik zeigt sich dementsprechend vor allem dann, wenn Interessenkonflikte auftreten, welche die Ordnung gefährden. Die Händlercommunity reagiert darauf in der Regel mit gruppenspezifischen Sanktionen:

Mit dem *Pricing* tritt ein Händler in eine ergebnisoffene Kommunikationssequenz ein. Wenn der Ruf des Geschäftspartners akzeptabel ist, verpflichtet er sich dabei implizit darauf, bei einem Geschäftsabschluss einen marktüblichen Betrag entweder zu kaufen oder zu verkaufen. Daher signalisieren die Computersysteme bei Anfrage eines Händlers je seinen Status bezüglich des erwartbaren Handelsvolumens und seiner Akzeptabilität. Hat ein Händler beispielsweise eine Anfrage lanciert und befürchtet ein negatives Ergebnis, stellt der Abbruch des Geschäfts für ihn die einzige Möglichkeit dar, das Schema der Konversationssequenz aufzuhalten. Häufige Geschäftsstornierungen erhöhen jedoch die allgemeinen Transaktionskosten und verringern die Liquidität des Marktes. Daher kann es ernsthafte Auswirkungen auf die Geschäftsbeziehung haben, wenn sich einseitig solche Geschäftsabbrüche häufen. Verzögert ein Händler eine Transaktion, was auf eine opportunistische Hinhaltetaktik hindeutet und die Fairness des Preises beeinträchtigt, kann sein Handelspartner berechtigterweise auf eine rasche Fortsetzung drängen. Die akzeptierten Sanktionsmechanismen reichen von der einfachen Zurechtweisung, über die Drohung, den anderen Händler vorzumerken, was sich in seinem Status und zukünftig schlechteren Geschäftskonditionen niederschlagen

---

<sup>117</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.159-163; Bruegger (1999), S.201ff.

<sup>118</sup> Vgl. Bruegger (1999), S.200.



kann, bis hin zum Abbruch der Geschäftsbeziehungen.<sup>119</sup> Die Vehemenz der Sanktionen erklärt sich durch das Gefühl der persönlichen Exponiertheit der Händler: Vor dem Hintergrund schneller Kursschwankungen, großen Volumina, die zusätzliche Kursbewegungen auslösen können, und der Verknüpfung der Entlohnung an die persönliche *Performance* ist das *Pricing* ein riskantes und existenziell bedeutsames Geschehen für die Händler. Wenn die Konvention nicht mehr im Stande ist, die Ordnung zu garantieren, dann stellen sie persönliche Interventionen und mögliche Sanktionen wieder her. Typischerweise endet ein Interessenkonflikt darin, dass der Händler, der sich eines Fehlverhaltens schuldig gemacht hat, dieses wieder gutzumachen versucht, indem er das Risiko der Transaktion übernimmt o.ä..<sup>120</sup>

Eine ordnende und disziplinierende Rolle für das Ethos spielen dabei in besonderer Weise die Market Maker, die nicht nur einen Großteil des Systemvertrauens allein dadurch erzeugen, dass sie sich zu stetigem Handel verpflichten, sondern darüber hinaus aufgrund ihrer den Markt konstituierenden Funktion über mehr Vertrauensverhältnisse, Geschäftsbeziehungen und Insiderwissen verfügen als andere Händler. Gute Beziehungen zu Market Makern garantieren den Zugang zu wissensbasierten Beziehungen; gefährdet ein Händler seinen Ruf durch opportunistisches Ausnutzen von Zeitverzögerungen oder unfairen Preisen, riskiert er zugleich die Zugehörigkeit zu den relevanten Beziehungsnetzwerken.<sup>121</sup>

### **Zwischenfazit**

Die Mikrostrukturen, die sich im spezifischen Rahmen globaler Devisenmärkte herausbilden und zugleich die Funktionalität dieser Märkte gewährleisten, stellen eine besondere Form globaler Intersubjektivität dar. Auch wenn die Gewinnorientierung dominant ist, ist sie eingebettet in ein globales Beziehungsnetzwerk, das durch gemeinsam geteilte, sittliche Regeln guten Verhaltens geprägt ist. Ein „Wir-Gefühl“ der Community resultiert aus der exklusiven Interaktion der Marktteilnehmer: Sie orientieren sich an den gleichen zeitlichen Ereignissen (Bekanntgaben der Notenbankpolitiken, G-20-Gipfel etc.), nehmen dadurch die Zeit als gemeinsam erlebt und gleich gegliedert wahr,<sup>122</sup> und sie beobachten intensiv über große Zeiträume den gleichen Gegenstand, den Markt - also sich gegenseitig.<sup>123</sup> Vor allem antizipieren sie jedoch die Motive der Anderen, um die eigenen Ziele zu erreichen, wodurch sich die Interessen und Motive

---

<sup>119</sup> Vgl. Bruegger (1999), S.199f.

<sup>120</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.156-158.

<sup>121</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.162f.

<sup>122</sup> Hassoun (2006) weist in diesem Kontext besonders auf solche Ereignisse hin, die starke und unvorhersehbare Kursbewegungen auslösen, wodurch sie einen besonderen sozialisierenden Effekt erlangen, da sie kollektive Erinnerungen strukturieren; S.108f.

<sup>123</sup> Vgl. Miege (2007), S.234.

verschränken.<sup>124</sup> Die langfristigen wirtschaftlichen Interessen führen zugleich zu dem gemeinsamen Grundinteresse, die extrem labile Interaktionsordnung als solche aufrechtzuerhalten und konstituieren ein gemeinsames, globales Berufsethos.

### 3.2.3. Soziale Einbettung der Finanzmärkte allgemein

Es ist wahrscheinlich, dass sich *mutatis mutandis* ähnliche Mikrostrukturen, die einen globalen Bereich konstituieren, für andere OTC-Märkte finden lassen. Vor allem der Handel mit spezialisierten derivativen Produkten vollzieht sich in einem vergleichbaren, ebenfalls relativ exklusiven System.

Saskia Sassen führt darüber hinaus einige Gesichtspunkte an, die darauf schließen lassen, dass die Akteure der globalen Finanzmärkte allgemein nicht gänzlich lokalen und sozialen Zusammenhängen entbettet sind. Vielmehr scheint es, als ob sich die Finanzmärkte, die zu großen Teilen als virtuelle Bildschirmrealität existieren, an einigen Agglomerationszentren verdichten. Vor allem im Bereich der Investmentbanken gibt es neben den allgemeinen Internationalisierungstendenzen einen starken Trend dazu, an einigen besonders wichtigen Orten präsent zu sein (*Global Cities*). Analog zu den Brückenkopfzentren des Devisenhandels konzentrieren sich die Finanztransaktionen vermehrt auf ca. dreißig bis vierzig große internationale Handelszentren, unter denen vor allem New York, London, Tokio, Singapur, Paris, Frankfurt und Zürich zu nennen sind.<sup>125</sup> Diese Zentren können als die physische Verankerung der virtuellen Marktrealität angesehen werden. Als Erklärung führt Sassen vor allem Vorteile an, die sich aus der räumlichen Agglomeration ergeben:

- Für die global tätigen Finanzinstitute ist die Konzentration sozialer Netzwerke bei der Standortwahl von entscheidender Bedeutung.<sup>126</sup> Zum einen versprechen solche Netzwerkinfrastrukturen einen besseren Zugriff sowohl auf gut ausgebildetes Humankapital als auch auf das knappe, weil beziehungsreiche „Top-Personal“.<sup>127</sup> Zum anderen gewährleisten sie, dass dort innovative Milieus beheimatet sind, die Trends nicht nur frühzeitig erkennen, sondern zum Teil selbst einleiten. Das auch räumlich nahe Zusammenspiel von Informationsproduzenten (Researcheinrichtungen, Ratingagenturen, Wirtschaftsrechtskanzleien etc.) und Entscheidungsträgern (Händlern, Investmentbankern etc.), ihr Erfahrungsaustausch und die Durchlässigkeit der Berufsgruppen bzw. der arbeitgebenden Organisationen sorgen dafür, dass sich an solchen Orten besonders effektiv neue Vorstellungen

<sup>124</sup> Vgl. Knorr Cetina/Bruegger (2005), S.163-169.

<sup>125</sup> Vgl. Sassen (2006), S.28f.

<sup>126</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.15f.

<sup>127</sup> Vgl. Hesse (2009).

guten Wirtschaftens durchsetzen und Finanzinnovationen an Akzeptanz gewinnen: Das Know-how bleibt nicht in den einzelnen Organisationen, sondern erzeugt Externalitäten (Spill-over-Effekte), von denen die gesamte Agglomeration profitiert.<sup>128</sup> Beispielsweise für das M&A-Investmentbanking in der Metropolregion Frankfurt/Rhein-Main zeigt sich in empirischen Untersuchungen die Bedeutung wissensbasierter, sozialer Netzwerke:

„[E]ine Reihe von sozialen Strategien [ist] notwendig, um ein M&A-Projekt erfolgreich zu bewältigen. [...] Viele setzen auf die Empfehlung durch ‚befreundete Unternehmen‘, was eher bedeutet, dass Experten in unterschiedlichen Dienstleistungsunternehmen einander bekannt sind. [...] Es gehört zu den Regeln dieser *communities of practice*, dass die Mitarbeiter angehalten werden, solche Kontakte [...] zu pflegen.“<sup>129</sup>

- Indem die großen Investmentbanken an den wichtigen Zentren der globalen Finanzmärkte beheimatet sind, stehen jene nicht in einem ausschließlichen Konkurrenzverhältnis zueinander. Vielmehr sind sie vielfältig und arbeitsteilig aufeinander bezogen und kooperieren daher mehr oder weniger intensiv miteinander. Im Zuge dessen denationalisieren sich die relevanten Funktionsebenen zunehmend und begreifen sich vermehrt selbst als *global player*:

„I would posit that major cities, and the variety of so-called global business meetings [...] contribute to denationalize corporate elites. Whether this is good or bad [...] it is one of the conditions for setting in place the systems and sub-cultures necessary for a global economic system.“<sup>130</sup>

Der Begriff der Agglomeration wurde ursprünglich von der Neuen Ökonomischen Geographie in den wirtschaftswissenschaftlichen Diskurs eingebracht. Diese geht jedoch davon aus, dass gerade der Vorteil sinkender Handels- und Transportkosten entscheidend dafür ist, dass sich an einigen Orten Agglomerationszentren herausbilden, die durch kumulative Entwicklungen dann dafür sorgen, dass positive Externalitäten entstehen und die Region zusätzlich an Attraktivität gewinnt.<sup>131</sup> Während die Bedeutung des Faktors „Transport- und Handelskosten“ durch die fortschreitende Digitalisierung finanzieller Transaktionen aufgehoben wurde, scheinen im Investmentbanking die beziehungs- und wissensbasierten Netzwerke die Agglomerationstendenzen zu befördern.

Es spricht also vieles dafür, dass sich globale Mikrostrukturen gerade von diesen Agglomerationszentren her aufspannen und sich von diesen her selbst verstehen. Sie bilden damit gewissermaßen den greifbaren Ort eines globalen Ethos.

---

<sup>128</sup> Vgl. Sassen (2006), S.26f.

<sup>129</sup> Schamp/Rentmeister/Lo (2003), S.12.

<sup>130</sup> Sassen (2006), S.30.

<sup>131</sup> Vgl. Krugman (1991), S.483f.

### **3.3 Erhebung der Wertvorstellungen aus den Verhaltenskodizes der Finanzbranchen**

Devisenmärkte werden partiell auch durch ein Berufsethos stabilisiert. Wenn der Koordinationsmechanismus „Konkurrenz“ in einigen Situationen nicht gewährleisten kann, dass die labile Marktstruktur als solche erhalten wird, dann rekurrieren die Marktteilnehmer auf sittliche Vorstellungen guten Geschäftsgebarens. Um die normierende Wirkung der informellen Regeln, die in der Community geteilt und gegebenenfalls sanktioniert werden, zu erhöhen, sind einige Berufsverbände dazu übergegangen, die informellen Regeln in Verhaltenskodizes zu explizieren, wodurch sie einen höheren Grad der Verbindlichkeit gewinnen sollen.

#### **3.3.1 Zum normativen Status eines berufsverbandlichen Verhaltenskodex**

##### ***3.3.1.1 Rechtliche und ethische Einordnung des Berufskodex***

Der Begriff des Kodex signalisiert bereits: Hier liegt etwas vor, was gesetzlichen, normativen Charakter hat. Ein Verhaltenskodex stellt jedoch weder in juridischer Perspektive verpflichtendes, positives Recht, noch in metaethischer Perspektive eine konsistente ethische Theorie dar. Seine Bedeutung erwächst ihm nicht daraus, dass seine moralische Logik universale oder unbedingte Anerkennung beanspruchen könnte oder dass ein Gesetzgeber dem Werk seine Autorität und Sanktionsmacht verliehen hätte. Ein Berufskodex ist vielmehr zwischen Recht und Moral angesiedelt.<sup>132</sup> Es handelt sich um eine freiwillige Selbstverpflichtung, die an die Tugendpflichten der Ehrlichkeit und Aufrichtigkeit der Adressaten appelliert und mit gruppenspezifischen Sanktionen bewehrt ist.

Daher ist einem berufsverbandlichen Verhaltenskodex eine besondere Autorität eigen: Bei seinen Normen handelt es sich um Rollenpflichten, die aus der Verbindung von Wertüberzeugungen und praxisspezifischen Interaktionsformen resultieren. Ein Berufsethos ist keine statische Größe: Im Verlauf der Zeit verändert es sich evolutiv aufgrund der Kontrasterfahrungen seiner Mitglieder mit den strukturell-systemischen Erfordernissen. Wenn sich das Berufsethos auch durch eine kommunikative Auseinandersetzung fortentwickelt, dann ist der Kodex der Ausdruck eines kollektiven Lernprozesses zu einem bestimmten Zeitpunkt. Gerade Konfliktregelungen bringen in der Regel das jeweilige Selbstverständnis komprimiert zur Sprache, denn sie signalisieren der Öffentlichkeit, was von Vertretern eines Berufsverbandes erwartet werden kann. Gleichgestellte Berufskollegen explizieren ihre eigenen Ansprüche und

---

<sup>132</sup> Vgl. Ott (1997), S.482.

wechselseitigen Erwartungen.<sup>133</sup> In dieser Perspektive gilt ein Kodex ab dem Zeitpunkt seiner Annahme; zugleich ist er mit der Veränderung seines Bezugsbereiches stets weiterhin im Werden, was seine Elastizität gewährleistet. Da ein Kodex in der Regel institutionalisiert wird (z.B. im Rahmen von Ausbildungsprogrammen), wirken die Kodexnormen ihrerseits auch zurück auf das Berufsethos und beeinflussen das Ethos. Ein berufsverbandlicher Verhaltenskodex ist folglich der greifbare, verschriftlichte Ausdruck des faktischen Moralkonsenses einer Berufsgruppe.<sup>134</sup>

Die resultierenden Sanktionen haben nicht-gesetzlichen Charakter, sind aber dennoch mehr als nur moralische Missbilligung. Der Entzug der Lizenz o.ä. hat für die Sanktionierten oft auch erhebliche materielle Auswirkungen.<sup>135</sup>

### **3.3.1.2 Unterscheidung zu Unternehmenskodizes**

In organisationssoziologischer Betrachtung ist ein Angestellter einer Investmentbank in ein weitgehend hierarchisches Gefüge eingespannt. Hat sich seine Bank einen Unternehmenskodex gegeben, der die geklärten Vorstellungen guten Wirtschaftens des Unternehmens ausdrückt, so bietet dieser ihm eine gewisse Orientierung. Da in einem Unternehmenskodex die langfristigen Unternehmensziele formuliert werden, gibt er einem Angestellten auch die Möglichkeit, gegenüber Anweisungen von Vorgesetzten eine relativ unabhängige Position zu beziehen, wenn diese ihn beispielsweise im Zuge einer aggressiven und kurzfristorientierten Unternehmensstrategie in einen moralischen Interessenkonflikt bringen.<sup>136</sup> Jedoch sind Unternehmenskodizes überfordert, wenn sie dazu herangezogen werden, diejenigen Probleme zu lösen, die aus der Konkurrenzsituation zu anderen Marktteilnehmern resultieren:

„[Unternehmens]Kodizes sind ausgezeichnete Mittel, Interessenkonflikte zu lösen, aber recht unzulängliche Mittel, Ansprüche konkurrierender Interessen aufzulösen.“<sup>137</sup>

Demgegenüber stehen Verhaltenskodizes von Berufsverbänden „quer“ zu den hierarchischen Strukturen der Unternehmen und müssen nicht mit den Unternehmenszielen kongruent sein. Nur dadurch können sie zur unternehmensübergreifenden Stabilisierung der Erwartungen beitragen: Denn bei einem Berufskodex geht es darum, die Interessenkonflikte einer Berufsgruppe zu lösen, die zwischen Unternehmensinteresse und beruflichen Professionalitätspflichten entstehen können, nicht darum, Ansprüche konkurrierender Marktteilnehmer auszugleichen.<sup>138</sup>

---

<sup>133</sup> Vgl. Bowie (1992), S.33.

<sup>134</sup> Vgl. Bobbert (2002), S.49; Ott (1997), S.478ff.

<sup>135</sup> Vgl. Ott (19997), S.484.

<sup>136</sup> Vgl. Bowie (1992), S.338.

<sup>137</sup> Bowie (1992), S.345.

<sup>138</sup> Vgl. Bowie (1992), S.344ff.

### 3.3.2 Der ACI-Model Code

#### 3.3.2.1 Form

Der „Model-Code“ der ACI (Association Cambiste International) gilt in unterschiedlichen Fassungen seit 1975 und gehört damit zu den ältesten Verhaltenskodizes, die es auf den Finanzmärkten gibt. Der Model Code beansprucht, ein „internationaler Verhaltenskodex für die Finanzmärkte“ zu sein.<sup>139</sup> Faktisch repräsentiert die ACI als Dachverband von 66 nationalen Vereinigungen den Berufsstand der Finanzmarkthändler, Broker und Middle- bzw. Backoffice-Angestellten, die auf OTC-Märkten aktiv sind, d.h. vor allem auf den Devisen- und Derivatemärkten.

Aufgrund der zunehmenden internationalen Integration der OTC-Märkte wurden die zuvor separat geltenden regionalen Kodizes der internationalen Finanzzentren London, New York, Paris, Singapur und Tokio im Jahr 2002 in einem Konvergenztext zusammengeführt. Dieser Model Code stellt damit den derzeit gültigen Ausdruck der sittlichen Vorstellungen von Integrität und Professionalität jener Finanzmarktakteure dar; ihm kommt aufgrund seines Konvergenzstatus und seiner großen Reichweite auch ein ethisch bedeutsamer Status zu.<sup>140</sup>

#### 3.3.2.2 Inhalt

Die meisten Passagen des Model Codes entsprechen den gängigen Normalitätserwartungen, die auch für alltägliche Handelsbeziehungen gelten und hier als Normen expliziert werden. Neben individualethischen Bestimmungen zum Verhalten bezüglich des *Pricing*, des Geschäftsabschlusses und der zu verwendenden Marktterminologie enthält der Kodex einige Bestimmungen, die von sozialetischer Relevanz sind. Es sind die Bereiche, die nicht nur einzelne Markthandlungen betreffen, sondern makroökonomische Bedeutung für die gesamten Märkte bzw. die Gesamtheit der Märkte haben; zudem gibt es Bereiche, die auch Belange des (straf- bzw. steuer)rechtlichen Rahmens berühren. Im Folgenden soll der Model Code nicht einfach dargestellt, sondern systematisch daraufhin befragt werden, inwiefern versucht wird, spezifische Rollenkonflikte zu lösen und das Verhalten der Finanzmarktakteure auf ein gemeinwohldienliches Ergebnis zu führen.

##### *a) Normen der Mikrobeziehungen:*

- Opportunismus mindernde Regeln (Kapitel 2, §2; §6): Um Interessenkonflikten vorzubeugen, dürfen keine unverhältnismäßigen Geschenke von Geschäftspartnern angenommen werden. Kurssensible Informationen sind höchst vertraulich zu

---

<sup>139</sup> Vgl. ACI (2002).

<sup>140</sup> Vgl. ACI (2002), S.18f. Die Bedeutung des Model Codes lässt sich beispielsweise auch daran ablesen, dass sich 30 von 80 Fragen der Eignungsprüfung der ACI Deutschland direkt auf den Model Code beziehen.

behandeln; zudem sind Insidergeschäfte verboten und Eigengeschäfte nur in Ausnahmefällen erlaubt.

Ziel: Die Markteffizienz soll erhöht werden durch ein möglichst unvoreingenommenes, neutrales Marktgeschehen.

- Kollegialitätsnormen (Kapitel 6, §3; Kapitel 7, §2; §3): Wenn bei elektronischen Brokern offensichtliche Fehler beim *Pricing* geschehen, gilt es als Missbrauch, dies für ein nicht-marktgerechtes, profitables Geschäft auszunutzen („kein guter Stil“<sup>141</sup>). Sobald der Preis und weitere zentrale Geschäftsmodalitäten vereinbart sind, sollte sich ein Händler zum Geschäft verpflichtet fühlen. Mündliche Vereinbarungen gelten als bindend. Mit dem *Pricing* verpflichtet sich ein Händler zugleich darauf, ein marktübliches Volumen zu handeln, zumindest dann, wenn der Name des Geschäftspartners akzeptabel ist.

Ziel: Etablierung einer verbindlichen Geschäftspraxis. Dazu wird auf die Figur des ehrbaren Kaufmannes („Mein Wort ist meine Garantie“)<sup>142</sup> rekurriert.

- Reziprozität im Handel (Kapitel 7, §6): Der Model Code unterstützt explizit die Bildung solider bilateraler Beziehungen. Informelle Vereinbarungen zwischen Händlern, die auch ein exklusives *Pricing* mit einschließen, tragen zur Kurspflege und zur Marktliquidität (beispielsweise im Falle von Krisen) bei.

Ziel: Förderung interpersonaler Beziehungsstrukturen auf den Märkten, um das Systemvertrauen zu stärken.

Die Verfasser des Model Codes wissen um die Fragilität des Marktes. Sie setzen daher auf Ethosnormen, die Selbstorganisationsfähigkeit und das soziale *Networking* der Marktteilnehmer, um die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren und möglichst geordnete und effiziente Prozesse zu gewährleisten. Die Geschäftsleitung trägt jeweils die Verantwortung für einen angemessenen Umgang mit diesen sensiblen Bereichen; sie soll Regeln und Mechanismen institutionalisieren, welche das Verhalten der Marktteilnehmer in die gewünschte Richtung lenkt.<sup>143</sup>

*b) Normen mit Gemeinwohlbezug:*

- Geldwäsche und Vertraulichkeit (Kapitel 2, §4; §7): Spezifische Informationen dürfen nicht ohne ausdrückliche Zustimmung der beteiligten Parteien weitergegeben werden. Händler und Broker sollten sich aus diesem Grund nicht gegenseitig an ihren Arbeitsplätzen besuchen. Um vorzubeugen, dass Händler sich nicht in illegale

---

<sup>141</sup> Vgl. ACI (2002), S.90.

<sup>142</sup> Vgl. ACI (2002), S.20.

<sup>143</sup> Vgl. ACI (2002), S.36f; 43f.

Transaktionen verstricken, welche der Geldwäsche dienen, müssen sich Händler und Broker versichern, dass sie ihren Kunden kennen. Die Geschäftsleitung wiederum hat zu entscheiden, ob und unter welchen Bedingungen Geschäfte mit bevollmächtigten Vermögensverwaltern anonymer Klienten getätigt werden.

Ziel: Die Kehrseite der Beziehungsstrukturen stellt die Möglichkeit dar, diese Beziehungen zu nicht-marktkonformen bzw. kriminellen Handlungen zu nutzen. Solche Handlungen sollen durch das Verantwortungsbewusstsein der Marktteilnehmer ausgeschlossen werden, denn der „Ruf des Marktes“<sup>144</sup> und damit das Ansehen der Marktteilnehmer sollen gewahrt werden. Da Geldwäsche den Bereich des Steuer- und Strafgesetzes berührt, soll staatlichen Eingriffen vorgebeugt werden.

- *Position Parking* (Kapitel I, §5): Das zeitweilige „Zwischenparken“ von Geldsummen bei einem Handelspartner durch Scheingeschäfte wird kategorisch verboten, da dadurch entweder ein Händler versucht, gegenüber der Geschäftsleitung Risikopositionen zu verbergen oder eine Bank versucht, die Aufsichts- und Steuerbehörden zu umgehen.

Ziel: Zum einen sollen wiederum kriminelle Handlungen ausgeschlossen werden. Zum anderen soll die Transparenz des Marktes und der bankinternen Bilanzen gewahrt werden, damit die eingegangenen Risikopositionen im Risikomanagement berücksichtigt werden, was insgesamt die Gefahr verringert, dass der Markt verzerrt wird.

- Kompetenz- und Informationsasymmetrie (Kapitel 2, §9; Kapitel 8, §2): Da die Finanzprodukte komplexer und anspruchsvoller geworden sind, wurde auch die Informationsasymmetrie zwischen professionellen und nicht-professionellen Anlegern, Finanzmarktprofis und Kunden verstärkt. Die Beratung bezüglich des Einsatzes, der Auswirkungen und der Risiken von Finanzprodukten soll sich daher am Kenntnisstand der Kunden orientieren. Bei Übertragungen von Finanzprodukten an andere Geschäftsparteien (beispielsweise wenn ein Swap-Geschäft an einen Dritten abgetreten wird), muss der Originator sicherstellen, dass die Handelsparteien sich bewusst sind, dass sie die Verantwortung für die Bewertung der Kreditwürdigkeit tragen.

Ziel: Da durch neue Finanzprodukte neben neuen Gewinn- bzw. Absicherungsmöglichkeiten auch neue Risiken gegeben sind, sollen die Marktteilnehmer dafür sorgen, dass der Risikotransfer nicht dazu führt, dass

---

<sup>144</sup> Vgl. ACI (2002), S.45.



Risikopositionen verschleiert werden. Dies hat sowohl eine individualethische Dimension (Kunden bzw. Geschäftspartner sollen nicht betrogen werden), als auch eine makroökonomische (nämlich dass sich auf den Märkten kein zu hohes Niveau an Risikopositionen akkumuliert).

Die Verfasser des Model Codes unterstellen den Finanzmarktteilnehmer ein hohes Maß an Identifizierung mit ihrer Branche: Es wird erwartet, dass sie ein Interesse daran haben, dass die Dienstleistungen und Produkte effektiv und effizient erbracht und gehandelt werden können. Im Hintergrund steht die Annahme, dass die Effizienz der Märkte zu gesamtwirtschaftlich positiven Effekten führt. Ziel ist es, dass sich dies auch in einer öffentlichen Wertschätzung der Finanzbranche und im persönlichen Ansehen der Marktteilnehmer niederschlägt. Daher werden kriminelle Handlungen scharf verurteilt; sie schaden der Branche als solcher.

*c) Normen mit makroökonomischem Bezug*

Kapitel 2, 3 und 9 beinhalten vorsichtige Hinweise auf die Instabilität der Finanzmärkte, wovon zum Teil ein erhöhter struktureller und institutioneller Regelungsbedarf abgeleitet wird:

- Fehlinformationen und Gerüchte (Kapitel 2, §8). Da Finanzmärkte sehr sensibel auf Gerüchte reagieren, was die Volatilität der Märkte erhöhen und die Kurse verzerren kann, sollen Informationen nur dann weitergegeben werden, wenn sie begründet sind; Informationen, deren Unrichtigkeit bekannt ist, dürfen keinesfalls weitergegeben werden.

Ziel: Die Märkte sollen so effizient wie möglich funktionieren. Dazu sollen die Marktteilnehmer ein hohes Niveau an Informationsverlässlichkeit gewährleisten.

- *Interbanknetting* (Kapitel 3, §5): Die Marktteilnehmer sollen gegenläufige Devisenpositionen in rechtlich geordneter, vertraglicher Form verrechnen (z.B. im Rahmen von bilateralen Nettingabkommen), da dieses sog. *Netting* das am Markt eingegangene Gesamtrisiko transparent macht und minimiert. Mit den gehandelten Volumina und der wechselseitigen finanziellen Vernetzung ist auf den Finanzmärkten ein hohes Maß an Unübersichtlichkeit gegeben. Daher wird das Desiderat formuliert, eine zentrale, internationale Clearingstelle einzurichten, die ein umfassendes multilaterales Netting-System verwaltet und im Stande ist, klar herauszustellen, wer die jeweiligen zentralen Gegenparteien bei den Abwicklungen sind.<sup>145</sup>

---

<sup>145</sup> Auch wenn dieses Instrument nicht dazu taugt, Preisblasen zu identifizieren, wäre es dennoch ein wichtiges Instrument, Transparenz für die internationalen Märkte zu gewährleisten, Ungleichgewichte

Ziel: Die Risikopositionen sollen sich nicht zu sehr akkumulieren bzw. verwischen, da Intransparenz bezüglich der Risiken die Marktprozesse behindert.

- Risikomanagement (Kapitel 9): Es sollte ein eigenständiges System der Risikokontrolle geben, welches die Einhaltung des Risikomanagements überwacht (§ 3).

„Der professionelle Händler muss nicht nur die mit einer bestimmten Handelsposition verbundenen Marktrisiken verstehen und managen können, sondern sollte sich auch der mit dem Handel verbundenen Kredit-, Rechts-, Liquiditäts- und Betriebsrisiken bewusst sein. Ein Marktteilnehmer sollte sich intensiv mit den Regeln zum Risikomanagement vertraut machen. In Instituten, die noch nicht über ein solches Regelwerk verfügen, sollte es eingeführt werden. [...] Die Geschäftsleitung trägt die volle Verantwortung für das Risikomanagement.“<sup>146</sup>

Handelspositionen sollen täglich zu Marktpreisen bewertet werden (*marked-to-market*). Marktmodelle sollen vor ihrer Implementierung auf Stichhaltigkeit überprüft werden (§ 6). Risikopositionen sollen regelmäßig in Stress-Szenarien bewertet werden (§ 7). Für Krisensituationen sollte ein Liquiditätssicherungsplan erstellt werden (§ 8). Den Kunden müssen Risiko-Ertrags-Informationen detailliert erläutert werden (11). Das Kapitel endet mit einer relativ unvermittelten Ermahnung, im Zweifelsfall menschliche Erfahrung und Fachkenntnis zu bevorzugen, wobei nicht geklärt wird, wessen Urteilsvermögen damit gemeint ist (14).

Funktionale Trennung (Kapitel 3, §1): Um ein unabhängiges Kontroll- und Risikomanagement zu garantieren, braucht es eine strukturelle Ausdifferenzierung der anfallenden Aufgaben, die sich auch in einer strikten Trennung zwischen Front- und Back-Office, d.h. zwischen operativem und administrativem Bereich, niederschlägt. Zudem darf es keinen Zusammenhang zwischen der Entlohnung der Kontrolleure und der Performance der Händler geben.

Ziel: Der verantwortliche Umgang mit Risikopositionen übersteigt die Kompetenzen und Möglichkeiten eines einzelnen Händlers. Deshalb bedarf es eines ausdifferenzierten, eigenständigen und strukturell im Unternehmen verankerten Systems des Risikomanagements. Damit diejenigen, die für das System verantwortlich sind, dieser Verantwortung auch in der erforderlichen Sachlichkeit und Neutralität nachkommen, darf ihre Vergütung nicht variabel in Bezug auf das Geschäftsergebnis gestaltet werden.

---

zwischen verschiedenen Institutionen frühzeitig zu erkennen und vor allem Informationen über die wechselseitigen Abhängigkeiten der Finanzinstitute bereitzuhalten; vgl. Walter/Welsch (2009), S.16.

<sup>146</sup> Vgl. ACI (2002), S.118f.

**Fazit:** Die Kodexnormen sind vor allem Kollegialitätsnormen, die an das wohlverstandene Eigeninteresse der Marktteilnehmer anschließen: Gutes Verhalten ist primär reziprokes Verhalten. Dies hat einen eindeutig funktionalen Aspekt, denn wechselseitiges Vertrauen wird stabilisiert, Kontingenzen werden abgebaut und die Wahrscheinlichkeit steigt, dass der Markt funktioniert. Einige Passagen weisen jedoch über die Reziprozität der Marktteilnehmer hinaus und lassen eine Dimension von Gemeinwohlverantwortung erahnen. Beispielsweise ist das Thema des Umgangs mit Risiken ein Zentralthema und nimmt eine sehr gewichtige Stellung innerhalb des Model Codes ein. Die Verfasser des Codes sehen hier strukturellen bzw. institutionellen Regelungsbedarf. Grundsätzlich halten sie an der Einschätzung fest, dass die Finanzmärkte endogen stabilisiert werden können, und dass der Model Code und das Berufsethos dabei eine wichtige Rolle spielen. Jedoch werden an dieser Stelle die Grenzen des Ansatzes deutlich sichtbar. Das wird auch dadurch nicht behoben, dass die jeweils übergeordnete Ebene im Unternehmen in die Verantwortung genommen wird, verlässliche und förderliche Handelsbedingungen zu gewährleisten, indem ein Risikomanagement institutionell organisiert wird. Das partielle Einfordern struktureller und institutioneller Reformen kann dabei zum einen als realistische Selbstbeschränkung verstanden werden. Zum Anderen hat dies einen hohen Indikationswert, da es vor dem Hintergrund des Duktus des Model Codes insgesamt als *ultima ratio* angesehen werden muss: Erst dann sollen strukturelle und institutionelle Maßnahmen ergriffen werden, wenn die endogenen und internen Mechanismen nicht in der Lage sind, das Erforderliche zu leisten. Beim Thema Risikomanagement und *Netting* wird das Selbstbewältigungspotential des Berufsverbandes offensichtlich überstiegen.

### 3.3.3 Die Verhaltenskodizes der Investmentfachleute und Analysten

Der Organisationsgrad der Berufsverbände der Investment- und Analystenprofessionals ist nicht vergleichbar mit den Strukturen, die sich im Bereich der Finanzmarkthändler herausgebildet hat. Die internationalen Berufsverbände befinden sich noch in der Formierungsphase; derzeit bilden sich zwei internationale Berufsverbände heraus, die sich vor allem um die jeweiligen Ausbildungsprogramme herum organisieren (CFA, CIIA). Die verstärkt einsetzende berufsethische Diskussion angesichts der kollektiven Kontrasterfahrung im Zuge der New-Economy-Krise, welche die Analystenbranche Anfang des Jahrtausends in ihrem Selbstverständnis in Frage gestellt hat, spricht für die These einer durch Krisen angestoßenen Entwicklung des Berufsethos (vgl. 2).<sup>147</sup>

---

<sup>147</sup> Vgl. Kläver (2003), S.217; Schmidt-Beck (2007), S.152ff; Meier (2003), S.219ff.

### 3.3.3.1 Der CFA Code of Ethics und die Standards of Professional Conduct

Die CFA (Chartered Financial Analyst) ist die internationale Vereinigung der Investmentfachleute; als solche übernimmt sie Ausbildungsaufgaben und bietet den CFA-Abschluss für Finanzanalysten an. In erster Linie repräsentiert sie jedoch den internationalen Berufsverband der Investmentfachleute, d.h. vor allem Analysten und Anlagemanager.

Zur CFA gehören hauptsächlich Dienstleister, die im Umfeld der Finanzmärkte tätig sind. Da ihre Betätigung weniger mit Handelsaktivitäten zu tun hat denn mit der Erhebung, Interpretation und Weitervermittlung von Informationen, die sich auf die Finanzmärkte beziehen bzw. für diese relevant sind, zielen die Normen vor allem darauf, dass die Dienstleistungen sorgfältig und qualitativ erbracht werden.

Der Code of Ethics verpflichtet die CFA-Mitglieder hauptsächlich in drei Bereichen:<sup>148</sup>

- **Kompetenzasymmetrie:** Im Umgang mit Kunden soll deren Interesse konsequent über das Eigeninteresse gestellt werden. Das bedeutet *in concreto*, dass ein CFA-Mitglied zuerst die kundenseitigen Voraussetzungen zu eruieren hat, d.h. dessen Anlageerfahrung, Risikobereitschaft, Investmentziele und finanzielle Möglichkeiten, um daraufhin eine verantwortliche Anlageempfehlung auszusprechen. Darüber hinaus muss die Anlageempfehlung zwischen den „Fakten“ und der jeweiligen Bewertung differenzieren, um dem Kunden eine möglichst unbeeinflusste und neutrale Entscheidung zu ermöglichen.
- **Hermeneutische Vorgaben:** Die Investmentfachleute und Analysten sollen sich ein klares und transparentes Investmentkonzept geben. Der gesamte Investmentprozess soll anhand von einheitlichen Prinzipien ausgerichtet werden. Diese sollen sowohl die Analyse als auch die Auswahl der Investmentobjekte leiten.
- **Integrität:** Insiderinformationen dürfen weder in die eigene Investmententscheidung eingehen, noch an Dritte weitergegeben werden, da dies den Preis von Investmentobjekten verzerren kann. Darüber hinaus müssen alle Handlungen unterlassen werden, die darauf abzielen, Preise künstlich zu beeinflussen oder die Handelsvolumina aufzublähen.

**Fazit:** Ziel des Code of Ethics ist es, Standards berufsethischen Verhaltens zu gewährleisten, welche das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Finanzfachleute im

---

<sup>148</sup> Vgl. für den gesamten Abschnitt CFA (2005).

Besonderen und die Finanzmärkte im Allgemeinen begründen sollen.<sup>149</sup> Der Ehrenkodex benennt dabei zwar Problembereiche, die Lösungen freilich erschöpfen sich rein in einem individualethischen Appell an das professionelle Pflicht- und Verantwortungsgefühl der CFA-Mitglieder.

### **3.3.3.2 Der DVFA-Verhaltenskodex**

Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. ist der Berufsverband der Investmentspezialisten, die in den Bereichen Finanz-Research, Anlageberatung und Portfolioverwaltung beschäftigt sind. In Konkurrenz zur CFA bietet die DVFA als Tochter der internationalen Vereinigung der zertifizierten Investment Analysten (ACIIA) den CIIA-Abschluss (Certified International Investment Analyst) an. Da sich die Tätigkeitsfelder in hohem Maße entsprechen, überrascht es nicht, dass sich die Verhaltensnormen der DVFA kaum von denjenigen der CFA unterscheiden.

Auch die DVFA repräsentiert vor allem die Dienstleister, die im Umfeld der Finanzmärkte tätig sind. Ihr Geschäftsfeld ist der Vertrieb von Finanzmarktprodukten an Kunden, die Informationsgewinnung und –analyse und das Portfoliomanagement. Die Normen zielen darauf, dass die Dienstleistungen sorgfältig und wertneutral erbracht werden.

- **Unvoreingenommenheit:** Die Mitglieder werden primär auf Unabhängigkeit verpflichtet. Informationsdienstleistungen beziehen ihre Qualität nämlich vor allem dadurch, dass die Sachverhalte unvoreingenommen und unparteiisch bewertet werden. Dem zugeordnet sind die Haltungen der Objektivität und der Integrität, damit stets die aktuellsten, qualitativ hochwertigsten und alle wesentlichen Einflussfaktoren umfassenden Informationen berücksichtigt und sachlich ausgewertet werden.
- **Interessenkonflikte:** Damit der Dienstleister seine Aufgabe nach „bestem Wissen und Gewissen“<sup>150</sup> erledigen kann, werden verschiedene Interessenkonflikte thematisiert und es wird versucht, diese so zu regeln, dass die Interessen der Dienstleistungsnachfrager bestmöglich zum Tragen kommen. Die Dienstleister dürfen sich nicht selbst an Geschäften beteiligen, mit denen sie professionell zu tun haben; so sollen sie nicht mit Finanzprodukte handeln, die sie selbst analysieren oder im Rahmen von Kundenbeziehungen betreuen. Frühere Tätigkeiten müssen offen gelegt werden, um mögliche Interessenkonflikte transparent zu machen. Die Geschäftsleitung hat die Vergütungsstruktur so zu gestalten, dass die Vergütung keine direkte Verbindung zu einzelnen Transaktionen aufweist.<sup>151</sup>

---

<sup>149</sup> Vgl. CFA (2005), S.1f.

<sup>150</sup> DVFA (2007), S.2.

<sup>151</sup> Vgl. DVFA (2007), S.2f.

- Rollenkonflikte: Der strukturell eingeschränkte Handlungsspielraum als Angestellter eines Unternehmens zeigt sich in der Forderung, dass Mitglieder des Berufsverbandes bereits zu Beginn des Berufsverhältnisses den DVFA-Kodex als festen Bestandteil im Arbeitsvertrag verankern sollen. Damit gibt es bei internen Rollenkonflikten eine Grundlage, worauf die Angestellten rekurrieren können, um ihr Berufsethos gegenüber unangemessenen Ansprüchen von Seiten des Arbeitgebers zu verteidigen. Zudem können daraus auch Forderungen abgeleitet werden, wenn es z.B. um die Einrichtung einer internen Complianceeinrichtung oder die Anstellung eines Compliance-Officers geht.<sup>152</sup>

**Fazit:** Der Verhaltenskodex verpflichtet die DVFA-Mitglieder besonders auf die Funktionsfähigkeit des informationsbasierten Marktgeschehens. Die ideelle Leitfigur stellt die „Sorgfalt des ordentlichen Kaufmanns“ dar. Dazu sollen sie selbst in ihrem Verhalten den Normen des Kodex entsprechen, sowie die strukturellen Voraussetzungen für eine Befolgung des Kodex innerhalb ihres Unternehmens schaffen.<sup>153</sup>

### 3.3.4 Ertrag der Analyse der Verhaltenskodizes

Der CFA Code of Ethics beschreibt, was gutes und vorbildliches Verhalten im Bereich des Investments und der Analyse bedeutet, ohne dabei auf die strukturellen Zwänge und Problemlagen einzugehen. Obwohl im Vergleich dazu der DVFA-Verhaltenskodex eher strukturethisch argumentiert und mehr die institutionelle Bedingtheit professionellen Handelns in den Blick nimmt, erscheinen die Appelle an Verantwortungs- und Qualitätsbewusstsein relativ ohnmächtig angesichts der Komplexität der Finanzmärkte. Die Konkurrenz der beiden Analysten- und Asset-Managervereinigungen ist mit Blick auf das Berufsethos wenig bedenklich, ähneln sich die jeweiligen Kodizes doch zum Teil bis in die Formulierungen hinein. Der ACI Model Code ist demgegenüber differenzierter und geht detailliert auf konkrete Problemlagen ein; die darin formulierten Lösungsvorschläge reichen zum Teil bis hin zur Rechtsebene und weisen vorsichtige Gemeinwohlbezüge auf. Dieser Umstand ist sicherlich auch darauf zurückzuführen, dass die ACI länger als Berufsverband existiert und so einen umfassenderen kollektiven Verständigungs- und Lernprozess durchlaufen hat, der zu einer verdichteten Artikulation des Berufsethos geführt hat.

Insgesamt drückt sich in den Verhaltenskodizes derjenigen Berufsverbände, die an den Finanzmärkten tätig sind, dreierlei aus:

---

<sup>152</sup> Vgl. DVFA (2007), S.3.

<sup>153</sup> Vgl. DVFA (2007), S.2.

*Erstens* geben die Verhaltensnormen dem professionellen Selbstverständnis und dem Berufsethos Ausdruck. Gewissermaßen als „Destillat“ kann dabei der Grundsatz gelten: Faires und gewissenhaftes Geschäftsgebahren führt zu Markteffizienz. Die Grundfigur dahinter ist der „ehrbare Geschäftsmann“, die in Varianten bemüht wird. Die Ethosnormen zielen vor allem auf ein reibungsloses und geordnetes Ablaufen der Markttransaktionen und der zugeordneten Dienstleistungen. Darin kann ein indirekter Gemeinwohlbezug vermutet werden: Insofern effiziente Finanzmärkte eine bessere Allokation knappen Kapitals und eine breitere Diversifikation der Risiken versprechen, steht hinter dem Anliegen effizienter Prozesse das gemeinwohldienliche Interesse, das Funktionieren der Volkswirtschaft als ganzer zu verbessern und somit die Erzeugung gesamtgesellschaftlichen Wohlstands zu befördern. Zudem senden die Kodizes auch ein deutliches Signal nach außen, vor allem an die Regulierungsinstanzen: Die Branche ist in der Lage, sich selbst zu organisieren und zu regulieren.

*Zweitens* zeigen sich allerdings auch die Grenzen der berufsverbandlichen Selbstregulierung: In einigen Passagen der Kodizes wird deutlich, dass die berufsverbandlichen Regelungskompetenzen in bestimmten Fällen nicht hinreichend gewährleisten können, gewisse Probleme grundsätzlich in den Griff zu bekommen. Sie weisen auf professionelle Kontrasterfahrungen hin. Dabei geht es vor allem um zwei problematische Themenfelder: Zum einen übersteigen diejenigen Bereiche, die makroökonomische Bezüge aufweisen, wie z.B. der Themenbereich „Umgang mit Risiken auf den Märkten“<sup>154</sup>, die Regelungsmöglichkeiten des Berufsethos. Zum anderen zeigt sich ein Problemüberhang an der Konfliktlinie, die sich zwischen den beiden relevanten Organisationen auftut, denen die einzelnen Händler, Investmentprofis usw. angehören: Da sie sowohl dem Berufsverband als auch dem jeweiligen Unternehmen verpflichtet sind, ergeben sich Rollenkonflikte, die durch das Berufsethos nicht aufgelöst werden können. Letztlich stehen dahinter divergierende Interessen: Trotz großer Synergien stehen das berufsständische Ansehen und das professionelle Verantwortungsbewusstsein in gewissen Bereichen und in einer eher kurzfristigen Betrachtung den jeweiligen Unternehmenszielen unversöhnbar gegenüber. Am deutlichsten zeigt sich dies in der Problematik der variablen Vergütungsstrukturen, jedoch auch bei den Themen „internes Risikomanagement“ und „Compliance“. Im Rahmen solcher Kodizes kann die Auflösung derartiger Konflikte nur unvollkommen gelingen. Die Kodizes reagieren damit, dass sie übergeordnete Kompetenzebenen im

---

<sup>154</sup> Die Wirtschaftspsychologin Linda Pelzmann spricht in diesem Zusammenhang von einer „Verführung zum Risiko“, der sich keiner der Beteiligten entziehen kann, da man als Teil einer Dynamik diese nicht durchschauen kann. Vgl. Pelzmann (2010), S.285-291.

Unternehmen in die Pflicht nehmen, den Konflikt zu regeln, ohne dass hierfür Sanktionen gegeben sind.<sup>155</sup>

*Drittens* sind die Bereiche, die Problemüberhänge anzeigen, ohne sie zu lösen, von hoher, indikativischer Bedeutung für die Regulierungsinstanzen: Da hier die vorhandenen Strukturen und das Berufsethos nicht hinreichen, gibt es einen dringlichen, institutionellen Regelungsbedarf. Kehrt man die generelle Selbstaussage der Branche in diesem Kontext um, dann bedeutet das: Hier reicht die Fähigkeit zur Selbstregulierung nicht hin und das (effiziente) Funktionieren der Märkte kann daher nicht umfassend gewährleistet werden.

### **3.4 Die Leitbilder und Deutungsmuster des Investmentbanking**

Neben den Geschäftsusancen auf den OTC-Märkten und den explizierten Wertvorstellungen in den Verhaltenskodizes derjenigen Berufsverbände, welche sich in mehr oder weniger fester Form organisiert haben, hat auch das theoretische Expertenwissen eine handlungsleitende Dimension. Im Folgenden sollen nun die Leitbilder und Deutungsmuster, die das Investmentbanking prägen, rekonstruiert werden.

#### **3.4.1 Zum Status professioneller Leitbilder und Deutungsmuster**

Kein Mensch, auch keine Gruppe von Menschen, kann in jeder Situation im umfassenden Sinne rational handeln, d.h. alle verfügbaren Theorien für die spezifische Situation auf Anwendungstauglichkeit prüfen und daraufhin ein konsistentes Entscheidungsurteil bilden. Vielmehr ist in den konkreten Situationen all das handlungsentscheidend, was die jeweiligen Handlungssubjekte als rational bzw. angemessen ansehen und was sie ggf. auch von den anderen Beteiligten als situationsadäquates Handeln erwarten. Dabei ist das intuitive Vorverständnis, das durch professionelle Erfahrung und theoretische Überzeugungen strukturiert ist, in der Regel entscheidend (vgl. 2.2).<sup>156</sup> Professionen sind stets verwiesen auf die jeweilig korrespondierenden Wissenschaften (vgl. 2.3).<sup>157</sup> Die fachliche Qualifikation und stetige Weiterbildung bilden sowohl wesentliche Bestandteile des professionellen

---

<sup>155</sup> Dass dies keine nachhaltige Strategie ist, zeigte sich wiederholt im Verlauf der Finanzkrise, denn die übergeordneten Ebenen in den Unternehmen stehen den Unternehmenszielen ja nicht neutral gegenüber, sondern identifizieren sich ggf. in höherem Maße mit ihnen bzw. sind durch ihre Vergütungsstruktur noch stärker an sie gekoppelt; vgl. hierzu Sueddeutsche.de (13.10.2009).

<sup>156</sup> Vgl. Mieth (2002b), S.62f. Dabei ist zu beachten, dass Intuitionen keineswegs individuell sind, vgl. Kuhn (1993), S.203: „Sie sind vielmehr geprüfter und gemeinsamer Besitz der Mitglieder einer Gruppe, und der Anfänger erwirbt sie durch Ausbildung, die einen Teil seiner Vorbereitung auf Gruppenmitgliedschaft darstellt.“

<sup>157</sup> Vgl. Mai (2008), S.15ff.



Selbstverständnisses<sup>158</sup> als auch den legitimatorischen Hintergrund für die Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben.

Das Verhältnis von wissenschaftlichen Theorien und fachlicher Praxis darf man sich jedoch nicht einfach deduktiv vorstellen, als ob die Inhalte der Wissenschaft durch die Praktiker einfach unkritisch übernommen würden; zwar üben sie einen bedeutsamen Einfluss aus, doch gehen sie nicht „ungefiltert“ ein in das Berufsethos. Vielmehr werden sie im Zuge ihrer Anwendung mit empirischen Gehalten konfrontiert, auf Praktikabilität getestet und den spezifischen Kontexten anverwandelt, weshalb sie in der Regel in veränderter Form das Berufsethos prägen.<sup>159</sup>

Die vermittelnden Größen zwischen Wissenschaft und Praxis werden hier als kollektive Leitbilder bzw. als Deutungsmuster bezeichnet. Sie fungieren als Bindeglied zwischen Wissenschaft und (Bereichs)Öffentlichkeit.<sup>160</sup> Während Leitbilder den übergreifenden theoretischen Horizont darstellen, in den Einzelerfahrungen eingeordnet werden, also eher eine grundsätzliche Ebene der Überzeugung darstellen (Hintergrundüberzeugung), sind Deutungsmuster die anwendungsorientierte Vereinfachung theoretischer Konzepte, die jeweils zur Bestimmung dessen dienen, was als Bedingung für die Richtigkeit von einzelnen Handlungen und Entscheidungen gilt.<sup>161</sup>

Auch wenn sich Leitbilder und Deutungsmuster auf wissenschaftliche Theorien beziehen, sind sie nicht im wissenschaftlichen Sinne „wahr“.<sup>162</sup> Sie werden zwar von den Handlungssubjekten so behandelt, als ob sie zutreffen würden, denn die Nützlichkeit von Handlungen, die sich an ihnen orientieren, gilt als selbstverständlich („taken for granted“).<sup>163</sup> Letztlich handelt es sich aber um Bestandteile eines partikularen Ethos und nicht um „wahre“ Normen bzw. moralisch oder wissenschaftlich richtige Orientierungen. Leitbilder und Deutungsmuster vereinfachen komplexe Theorien und abstrahieren von Einzeldifferenzierungen, wodurch sie in vielen Situationen einfach und problemlos anwendbar sind. Vor allem Deutungsmuster ähneln darin Faustregeln. Jedoch ist zu

---

<sup>158</sup> Vgl. Schmidt-Beck (2007), S.163f.

<sup>159</sup> Vgl. Mieth (2002b), S.67ff. Durch Rückkopplungseffekte müssten sie idealiter auch die Inhalte und Methoden der zugeordneten wissenschaftlichen Disziplinen hinterfragen und dadurch zu deren Weiterentwicklung beitragen.

<sup>160</sup> Vgl. Reiter (2006), S.351.

<sup>161</sup> Die Begriffe „Leitbild“ und „Deutungsmuster“ wurden in Analogie zu dem wissenschaftstheoretischen Begriffspaar „Paradigma“ und „Musterbeispiel“ aus Thomas S. Kuhns „Struktur wissenschaftlicher Revolutionen“ gewählt. Ein Paradigma bezeichnet nach Kuhn (1993), S.186 das Gesamt der allgemeinen theoretischen Annahmen, Gesetze, Werte und Methoden, die eine bestimmte wissenschaftliche Gemeinschaft anerkennt. Musterbeispiele sind diejenigen konkreten Problemlösungen, denen alle Studenten irgendwann im Studium begegnen und anhand derer sie exemplarisch die Anwendung der einschlägigen Theorien erlernen; dabei eignen sie sich jedoch zugleich denjenigen empirischen Gehalt an, der dann wie selbstverständlich als „Wissen“ vorausgesetzt wird, und übernehmen die von der wissenschaftlichen Community anerkannte Sichtweise, vgl. Kuhn (1993), S.198-201.

<sup>162</sup> Damit ist nicht unbedingt ausgeschlossen, dass Leitbilder zutreffen können. An dieser Stelle wird die Frage nicht behandelt, ob sie das tun bzw. wahr sind.

<sup>163</sup> Vgl. Brandl (2007), S.76.

beachten, dass dabei nicht einfachhin wissenschaftliche Gehalte in der Praxis wertneutral und eindeutig angewandt werden; vielmehr stellen sie soziale Realitätskonstruktionen dar, die vieldeutig, interpretationsoffen und ambivalent sind.<sup>164</sup> Das Koordinationsproblem wird durch Leitbilder und Deutungsmuster nur zum Teil aufgelöst: Ihre grundlegende Funktion ist es, dass Marktteilnehmer ihre einzelnen Entscheidungen an ihnen ausrichten und dass sie sich in Interaktionen darauf beziehen können, was zur Verhaltenskoordination beiträgt. Sie bieten selbstverständlich anerkanntes „stillschweigendes Wissen“ an, wodurch sie faktisch kollektiv Orientierungen geben.<sup>165</sup> Da sie jedoch komplexe Zusammenhänge vereinfachen, bleiben sie zugleich in und für die spezifische Situation interpretationsbedürftig.

Die einzelnen Verhaltenskodizes wurden im Kontext der Ausbildungsvereinigungen formuliert (vgl. 3.3). Für das heterogene Berufsfeld Investmentbanking (vgl. 3.1) sind bislang jedoch keine eigene Berufsverbände oder international koordinierten Ausbildungsvereinigungen entstanden, welche sich als gemeinsame Interessenvertretung artikulieren. Dennoch verbindet die Finanzpraktiker ein relativ homogener akademischer Hintergrund, da eine große Mehrheit die ähnlichen Ausbildungsprogramme an den zahlreichen Schulen durchlaufen haben, welche den Master of Business Administration (MBA) anbieten.<sup>166</sup>

„Through the 1980s an understanding of the new financial economics was increasingly regarded as essential for trading room personnel and portfolio managers. [...] [T]his knowledge can be codified in textbooks and acquired in the classroom. Hence, business schools were increasingly regarded as an important tool for disseminating practices of the 1980s, when there was a sharp increase in the recruitment of entry-level bankers from top MBA-programs.“<sup>167</sup>

Da der MBA inzwischen als international gültiger Ausbildungsgang für Finanzmarktspezialisten im Allgemeinen, für das Investmentbanking im Besonderen gelten kann, werden hier die Ausbildungsstätten als Artikulationsorte der wesentlichen theoretischen Implikate des Berufsethos angesehen. Demnach kann man sich dem Berufsethos des Investmentbanking weiter annähern, indem man sich die Leitbilder und Deutungsmuster des MBA-Ausbildungsprogrammes vor Augen führt. Im Folgenden werden – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – zwei Leitbilder und zwei Deutungsmuster des Investmentbanking vorgestellt.

---

<sup>164</sup> Vgl. Mieth (2002b), S.61.

<sup>165</sup> Vgl. Kuhn (1993), S.203. Kädtler (2008), S.4.

<sup>166</sup> Zur Bedeutung gemeinsamer wissenschaftlicher Ausbildung anhand einschlägiger Standardliteratur und vorbildlichen Musterbeispielen, Kuhn (1969), S.189.

<sup>167</sup> Morrison/Wilhelm (2007), S.245.

### 3.4.2 Leitbild 1: Der vollkommene und effiziente Markt

Das Teilfach „Finanzen“ nimmt eine dominante Stellung im Fächerkanon der Business Schools ein. Reinhard Schmidt führt dies darauf zurück, dass sich in Unternehmen alle relevanten Entscheidungen unter dem binären Blickwinkel von Vorteilen/Nachteilen zu verschiedenen Zeitpunkten abwägen lassen: Indem so die Finanzierungstheorie den übergreifenden Zeitrahmen unternehmerischen Entscheidens stellt, erlaubt sie arbeitsteilig allen anderen Teildisziplinen, die Zeitdimension vorläufig auszuklammern, um sich vertieft auf den jeweiligen Gegenstand konzentrieren zu können und herauszustellen, welche Zahlungsströme von ihm zu erwarten sind. Im Gegenzug führt die Finanzierungstheorie jene dann im Horizont der Zeit überhaupt erst zusammen. Somit können alle Fragen der Betriebswirtschaftslehre als Finanzierungsfragen angesehen werden.<sup>168</sup>

In den 1970er Jahren kam die Theorie des vollkommenen Kapitalmarktes auf, die schnell breit rezipiert wurde aufgrund der mathematischen Eleganz und der scheinbaren Überlegenheit gegenüber anderen theoretischen Rahmenmodellen, da sie endlich einen Vergleich zwischen verschiedenen Kapitaltypen und damit eine konsistente Zusammenführung der Teilgebiete erlaubt. Ein Kapitalmarkt gilt theoretisch als vollkommen, wenn er die folgenden Eigenschaften aufweist:

- **Homogene Erwartungen:** Die Marktteilnehmer nehmen an, dass sie die Preise von Wertpapieren nicht beeinflussen können. Sie bilden sich aufgrund der allen gleichermaßen zur Verfügung stehenden Informationen über die zukünftigen Zahlungsströme der Wertpapiere homogene Erwartungen gemäß der Normalverteilung.
- **Arbitragefreiheit:** Es gibt keine Transaktionskosten, welche zu dauerhaften Preisdifferenzen zwischen räumlich voneinander entfernten Orten führen. Geringfügige Preisunterschiede werden umgehend beseitigt, indem die Marktteilnehmer entweder als Käufer oder Verkäufer darauf reagieren. Im Resultat ist damit der Preis eines jeden Finanztitels an jedem Ort gleich.
- **Exogene Zahlungsströme:** Es gibt keine Rückwirkung der Finanzierungsweise auf das Investitionsprogramm als solches (beispielsweise wird ausgeschlossen, dass Inhalte des Finanzierungsvertrages sich in irgendeiner Weise auf die Investitionstätigkeiten auswirken können). Zudem werden die gesamten

---

<sup>168</sup> Vgl. Schmidt (2007), S.64f.

Zahlungsströme auf die Finanztitel aufgeteilt, ohne dass andere Instanzen, z.B. Staaten in Form von Steuern o.ä. darauf einwirken.<sup>169</sup>

Theoretisch wird angenommen, dass der Kapitalmarkt im Gleichgewicht ist, wenn diese Bedingungen erfüllt sind. Von der Annahme des vollkommenen Kapitalmarktes kann dann genau ein äquivalenter Kapitalkostensatz pro Risikoklasse abgeleitet werden, der sich unabhängig von der Kapitalstruktur ergibt. In dieser Perspektive haben nicht nur einzelne Finanztitel einen rational erwarteten Zinssatz, sondern auch die diversen Formen von Eigen- bzw. Fremdkapital, die zusammengesetzt den Gesamtkapitalkostensatz eines Unternehmens ergeben.<sup>170</sup> Unternehmen können somit aus ihren Risikopositionen die entstehenden Kapitalkosten und die erwartete Verzinsung ableiten.<sup>171</sup> Damit ist auch die Grundlage gelegt für ein umfassendes Kriterium für Investitionsentscheidungen: Die Kapitalwertmethode ermöglicht die Berechnung des Betrages, der zum Investitionszeitpunkt alternativ für Konsumzwecke verwendet werden könnte, wenn alle Einzahlungsüberschüsse der Investition zur Verzinsung und Tilgung der Finanzierung verwendet werden und anderes Vermögen nicht zur Verfügung steht.<sup>172</sup>

„Entscheidungen des Managements können ausschließlich anhand von objektiven, das heißt nicht subjektabhängigen, Größen wie den möglichen zukünftigen Cash-Flows und den relevanten Marktparametern getroffen werden.“<sup>173</sup>

Zusätzlich wurde die Theorie des vollkommenen Marktes durch die Hypothese der Informationseffizienz der Kapitalmärkte gestützt: Alle Informationen, welche die Kurse der Finanztitel und damit die Finanzierungskosten beeinflussen, sind je schon dadurch in die Kurse eingepreist, dass die Vielzahl von Anlegern ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen nach rational gebildeten Erwartungen aufgrund der aktuell vorhandenen Informationen treffen: Da verschiedene Akteure auf der Grundlage verschiedener Informationen interagieren, sind die Preise Resultate eines breiten Informationsverarbeitungsprozess.

„The Ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is a market, in which [...] security prices at any time “fully reflect” all available information. [...] [W]ith a few exceptions, the efficient markets model stands up well.“<sup>174</sup>

Gemäß dieser Annahme leiten sich die finanzwirtschaftlichen Prozesse mehr oder weniger direkt von realwirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen ab. Zumindest in der

---

<sup>169</sup> Vgl. Neus (2005), S.326f.

<sup>170</sup> Vgl. Neus (2005), S.325.

<sup>171</sup> Vgl. Achleitner (2002), S.124.

<sup>172</sup> Vgl. Neus (2005), S.291.

<sup>173</sup> Schmidt (2007), S.67.

<sup>174</sup> Fama (1970), S.383.

langen First bildet der Kapitalmarkt also die realwirtschaftlichen Prozesse ab; Schwankungen werden als wiederkehrende Zyklen um eine langfristige, gleichgewichtige Marktbewegung gedeutet.<sup>175</sup> Im Umkehrschluss impliziert diese Behauptung, dass alle Investitionsentscheidungen, die sich nicht gemäß der Logik des Wirtschaftssystems begründen lassen, zu Ineffizienzen führen, die irgendein Marktteilnehmer in Form von Verlusten übernehmen muss.<sup>176</sup> In einem solchen Modell erzeugt Moral – um an Luhmann anzuknüpfen – unverständiges Rauschen, ohne den Ablauf des Systems beeinflussen zu können. Akkumulieren sich solche dysfunktionalen Entscheidungen, werden die Preise verzerrt. Vor dem Hintergrund der Effizienzmarkthypothese wird moralische Enthaltbarkeit für Finanzmarktakteure zur Tugend.

Mit diesem theoretischen Instrumentarium, mit der Erwartung, dass alle beteiligten Akteure konsequent die Kapitalwertmethode anwenden und mit den tatsächlichen Fortschritten in der Informationsverbreitung und –verarbeitung schien es nur eine Frage der Zeit zu sein, bis der Kapitalmarkt tatsächlich - im umgangssprachlichen Sinne - zu einem hohen Maß an „Vollkommenheit“ gelangt.

Während das Leitbild des vollkommenen und effizienten Marktes also seinen Siegeszug in der Praxis antrat, entstand in der Theorie die Gegenbewegung: Eine Vielzahl von Wissenschaftlern begann, die Unvollkommenheiten des Marktes nicht mehr nur als vorübergehende Defizite zu behandeln, sondern gerade an dieser Stelle anzusetzen. Wenn jedoch von einer fundamentalen Informationsverzerrung bzw. –asymmetrie ausgegangen wird, kommen die rahmenden Institutionen ganz neu in den Blick, welche in der Theorie des vollkommenen Marktes systematisch ausgeblendet werden. Die Vielzahl heterogener Ansätze, die sich kritisch mit der Vollkommenheitsannahme auseinandersetzen, wie z.B. Akerlofs Modell adverser Selektion, Williamsons Transaktionskostentheorie, die verschiedenen Konzeptionen des *moral hazard* etc., wurden daher im Nachhinein zusammenfassend als „Neue Institutionenökonomik“ bezeichnet.<sup>177</sup>

Da es bislang keine ernstzunehmende Synthese der beiden Theoriezweige gibt, stehen sie sich nicht nur in der wissenschaftlichen Theoriebildung unvermittelt gegenüber:<sup>178</sup> Auch im Berufsethos finden sich beide Zweige, wobei das dominante Leitbild weiterhin der vollkommene Markt darstellt. Um die Realität der Finanzmärkte diesem Ideal anzunähern, wird ein relativ hoher moralischer Aufwand betrieben, indem beispielsweise

---

<sup>175</sup> Vgl. Schmidt-Beck (2007), S.164ff.

<sup>176</sup> Vgl. Ramnath/Rock/Shane (2008), S.54f.

<sup>177</sup> Vgl. Schmidt (2007), S.69f.

<sup>178</sup> Vgl. Schmidt (2007), S.71f.

umfangreiche Verhaltenskodizes erstellt werden (vgl. 3.3). An jenen Orten hingegen, an denen sich strukturelle Verwerfungen auf tun, die nicht mehr durch sittliche Appelle überbrückt werden können und an denen sich eigentlich die theoretischen Aporien des vollkommenen Marktes zeigen, wird vorsichtig auf Institutionen ausgegriffen, indem teils unternehmensinterne Institutionalisierungsprozesse, teils Reformen des rechtlich-institutionellen Rahmens gefordert werden.

### 3.4.3 Leitbild 2: Der Kapitalmarkt als Markt für Unternehmenskontrolle

Unter den Finanzmärkten ist der Kapitalmarkt, also der Markt für Aktien und festverzinsliche Anleihen, einer der herausragenden, der auch in der Öffentlichkeit *pari passu* für die Finanzmärkte steht. Als solcher ist er daher auch Objekt intensiver Theoriebildung. Eine der am breitesten rezipierten Theorien ist diejenige, in der der Kapitalmarkt unter Rückgriff auf die Kapitalwertmethode auch als Markt für Unternehmenskontrolle verstanden wird (*market for corporate control*), denn auf ihm können nicht nur einzelne Wertpapiere, sondern Unternehmen als Ganze ge- und verkauft werden (vgl. 3.1.2).<sup>179</sup>

Während eine Unternehmung mit personengebundener Rechtsform zumeist durch die Eigner selbst geführt wird, ergeben sich bei Aktiengesellschaften, die durch ein beauftragtes Management geleitet werden, eine Reihe von Kontrollproblemen. Der einzelne Anteilseigner kann nicht sicher davon ausgehen, dass das Management gemäß seinen Interessen handelt und den Unternehmenswert steigert. Die Disziplinierung wird in dieser Theorie daher von der Allgemeinheit der Kapitalmarktakteure erwartet: Gemäß der Hypothese des informationseffizienten Marktes gilt der Kapitalmarkt als Produktionsort von aktuellen Informationen darüber, wie Unternehmen zu beurteilen und zu bewerten sind.<sup>180</sup> Dadurch erscheint er geeignet, als Markt für Unternehmenskontrolle zu fungieren. Falls ein Management ein Unternehmen nicht effizient im Sinne der Anteilseigner führt, dann ist laut dieser Theorie dessen Marktwert geringer als er sein könnte. Daher kann es sich für gut informierte Marktteilnehmer lohnen, die Stimmrechtsmehrheit an Aktien zu erwerben, um die Kontrolle über das Unternehmen zu übernehmen, für einen effizienten und strikt Anteilseigner-orientierten Kurs in der Geschäftspolitik zu sorgen und dann die daraus resultierende Marktwertsteigerung zu vereinnahmen. Wenn das Management im Gegenzug kein Interesse daran hat, im Zuge

---

<sup>179</sup> Vgl. Jensen (1994), S.15ff.

<sup>180</sup> Vgl. Schmidt (2007), S.73.

einer solchen „feindlichen Übernahme“ abgelöst zu werden, antizipiert es diesen Mechanismus und maximiert bereits von sich aus den Marktwert.<sup>181</sup>

„Die Initiatoren feindlicher Übernahmen haben sich in den 1970er Jahren in den USA als charismatische Revolutionäre präsentiert, die die Managerherrschaft und das Establishment der Großunternehmen angreifen und überholte Privilegien abschaffen. Da mit Hilfe dieses Instruments selbst die größeren Unternehmen von einem einzelnen Investor angegriffen werden können, wird dieser Kampf oft in der Metapher von David und Goliath interpretiert.“<sup>182</sup>

Der Zusammenhang wird auch als die disziplinierende Kraft des Kapitalmarktes bezeichnet, dessen Einfluss jedoch nicht nur auf öffentlich gelistete Aktiengesellschaften beschränkt bleibt, deren Aktien sich zumindest zu 75 Prozent in Streubesitz befinden. Das Leitbild entfaltet eine Dynamik, die auf den gesamten Unternehmenssektor ausstrahlt. Private Equity-Gesellschaften und vergleichbare Investoren übertragen die skizzierte Unterbewertungs- und Potentiallogik auch auf Unternehmen mit anderen Rechtsformen: Wenn eine GmbH oder ein Familienunternehmen mit Blick auf die Eigenkapitalverwertung als ineffizient gilt, lohnt es sich, dieses ggf. auch unter Aufnahme von Fremdkapital aufzukaufen, um die Kontrolle zu übernehmen.<sup>183</sup> Im Anschluss an die Übernahme wird das Unternehmen zumeist restrukturiert, die Unternehmenspolitik wird auf das Kerngeschäft konzentriert und nach dem Unternehmenswert ausgerichtet; Unternehmensteile, die nicht in die Unternehmensstrategie passen, werden auf den weiter veräußert.<sup>184</sup> Die wichtigste Operation besteht darin, im Unternehmen die Kapitalkosten transparent zu machen. Im Hintergrund steht die *Free-Cash-Flow*-Hypothese: Diese besagt, dass Einnahmen, die nicht unbedingt zur Kostendeckung benötigt werden, den sog. *Free-Cash-Flow* bilden, über den das Management beliebig verfügen und ihn auch für unproduktive Zwecke einsetzen kann. Daher wird versucht, das Unternehmen in hohem Maße fremd zu finanzieren, d.h. über Schuldtitel, denn für diese sind stetige Zinszahlungen fällig. Alle Einnahmen, die darüber hinaus erwirtschaftet werden, bilden denjenigen *Cash Flow*, der – so die *Free-Cash-Flow*-Hypothese – durch die Anteilseigner an anderer Stelle produktiv investiert oder aber abgeschöpft werden kann.<sup>185</sup> M&A-Investmentbanker und in ihrem Gefolge Private-Equity-Investoren verweisen auf genau jenen Disziplinierungsmechanismus, wenn sie behaupten, dass mit der Übernahme eine Wert- und Effizienzsteigerung verbunden sei, die auch positive Effekte für die Volkswirtschaft erzeuge.<sup>186</sup>

---

<sup>181</sup> Vgl. Neus (2005), S.168; Windolf (2005), S.47f.

<sup>182</sup> Windolf (2005), S.48.

<sup>183</sup> Vgl. Pfundt/Rosen (2008), S.151.

<sup>184</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.259f, Fricke (2008), S.18f; Jensen (1994), S.8.

<sup>185</sup> Vgl. Jensen (1986), S.326f; 333ff.

<sup>186</sup> Vgl. Dufey/Hommel (2000), S.968ff; Fricke (2008), S.27f; Zorn u.a. (2006), S.271.

Das Leitbild reicht jedoch über diese einzelnen Effizienzeffekte hinaus und verspricht, dass jene bedrohliche Übernahmemöglichkeit indirekt alle anderen Unternehmen diszipliniert und sie dazu anhält, die Unternehmenspolitik strikt am Unternehmenswert auszurichten. Wenn der unproduktive *Free-Cash-Flow* dadurch in allen Unternehmen der Volkswirtschaft reduziert wird, dann ermöglicht dies alternative Kapitalverwendung und steigert die Rentabilität insgesamt: Die Volkswirtschaft als ganze wird effizienter. Vor allem die Finanzmarktakteure handeln, als ob ein solcher Rekurs auf die Zweckrationalität des Kapitalmarktes selbstverständlich wäre: Sie betrachten die Logik der Finanzmärkte als unhinterfragte Begründungsordnung für wirtschaftlich vernünftiges Handeln überhaupt.<sup>187</sup>

### 3.4.3 Deutungsmuster 1: Shareholder-Value-Orientierung

Die Kapitalwertmethode und die Free-Cash-Flow-Hypothese erhielten durch Alfred Rappaports Konzept des Shareholder-Values eine anwendungsorientierte Systematisierung. Diese verpflichtet die Unternehmensleitung konsequent auf das Vermögensmehrungsinteresse der Anteilseigner<sup>188</sup> und gilt in den Lehrbüchern inzwischen weithin als das beste Konzept guter Unternehmensführung, so beispielsweise in der einschlägigen „Einführung in die Betriebswirtschaftslehre“ von Werner Neus (2005<sup>4</sup>):

„In den letzten Jahren hat die Orientierung am Shareholder Value, also an den Einkommensinteressen der Eigentümer von Unternehmen, eine zunehmende Verbreitung auch in Deutschland gefunden. [...] [Es] wird gezeigt, daß die Orientierung am Einkommen der Eigentümer die "richtige" Zielsetzung darstellt, weil auf diese Weise die Effizienz am wirksamsten erreicht wird.“<sup>189</sup>

Der Shareholder-Value stellt den Referenzpunkt dar, anhand dessen alle Teilbereiche des Unternehmen zueinander in Bezug gesetzt werden: Wenn es als das einzige Ziel des Unternehmens angesehen wird, den Unternehmenswert zu steigern, um damit auch das eingesetzte Vermögen der Anteilseigner (das Eigenkapital) zu mehren, dann ist es nur konsequent, alle Unternehmensbereiche als „Wertgeneratoren“ bzw. „Werttreiber“ für das Unternehmen anzusehen. Die Methode ist relativ einfach: Die Teilbereiche des Unternehmens werden anhand zugeordneter Geschäftspläne für sich betrachtet und es wird jeweils separat ermittelt, welche Zahlungsströme sie generieren. Der Shareholder

---

<sup>187</sup> Vgl. Kädtler (2009), S.5.

<sup>188</sup> Vgl. Rappaport (1995), S.13.

<sup>189</sup> Neus (2005), S.143. Streng juristisch gesehen ist dieser Satz nur zur Hälfte wahr; nach dem deutschen Aktiengesetz ist ein Aktionär nur der Besitzer der Aktie und der mit ihr zusammenhängenden Zahlungsverprechen, nicht aber der Aktiengesellschaft als solcher.



Value errechnet sich, indem nun all diese einzelnen Cash-Flows zu dem einen Unternehmenswert aggregiert werden, wovon das Fremdkapital abgezogen wird.<sup>190</sup>

Eine zentrale Konsequenz des Shareholder-Value-Konzeptes ist die *Corporate Clarity*: Die Unternehmensleitung soll für die Kapitalmarktteilnehmer ein höchstmögliches Maß an Transparenz bezüglich der Unternehmensstruktur herstellen. Ihre Anstrengungen sollen darauf abzielen, vorhandene Wertschöpfungspotentiale innerhalb des Unternehmens aufzuspüren, zu aktivieren und auszuschöpfen. Um die Unternehmensstruktur für Investoren und Kapitalmarktteilnehmer verständlich zu gestalten, damit diese „richtige“ Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen treffen können, fordern vornehmlich die Analysten eine Konzentration auf die „Kernkompetenzen“ und das „Kerngeschäft“, welche ihnen die Analyse erheblich erleichtert.<sup>191</sup>

Seit den 1990er Jahren hat sich vor diesem Hintergrund bei Finanzmarktakteuren die Faustregel etabliert, dass wirtschaftliche Aktivitäten nur dann als Wert schaffend gelten, wenn sie einen Ertrag erwirtschaften, der oberhalb einer alternativen und vergleichbar riskanten Verwendung des Betrags auf den Kapitalmärkten liegt: Nach der Logik der Opportunitätskosten muss das in ein Unternehmen eingebrachte Eigenkapital mehr Erträge erbringen, als wenn es in relativ risikofreie Anlageobjekte investiert wäre, z.B. Staatsanleihen. In diesem Zusammenhang wurde von der Unternehmensberatung Stern Steward & Co. der Economic Value Added (EVA®) strategisch und kampagnenförmig etabliert: Indem kontinuierlich eine Rangliste von Unternehmen erstellt wird, welche ihre Kriteriologie aus dem EVA-Ansatz bezieht und inzwischen nicht nur innerhalb der *financial community* hohes Ansehen genießt, übt der EVA® auch einen diskursiv vermittelten Einfluss auf die Unternehmensleitungen generell aus.<sup>192</sup>

### 3.4.5 Deutungsmuster 2: New-Finance – verstetigte Innovationsdynamik

Nicht nur die Methoden der Unternehmensbewertung veränderten sich, sondern auch die wissenschaftliche Finanzierungstheorie: Im Zuge der Erschließung neuer Möglichkeiten in den Informations- und Computertechnologien wandelte sich das Selbstverständnis der Finanzierungstheoretiker, nicht mehr nur eine primär deskriptive Sozialwissenschaft, sondern zuerst und vor allem analytische Finanzmathematik (*New Finance*) zu betreiben. Ausgehend von den Annahmen, dass Finanzmärkte dem Lehrbuchideal des vollkommenen Marktes weitgehend entsprechen und dass alle

---

<sup>190</sup> Vgl. Rappaport (1995), S.79.

<sup>191</sup> Vgl. Löwe (2000), S.942; Zorn u.a. (2006), S.270.

<sup>192</sup> Vgl. Kädtler (2009), S.13f. Ein gutes EVA-Ranking gilt in der Finanzmarktöffentlichkeit als Maßstab unternehmerischen Erfolgs für Unternehmensleitungen.

relevanten Informationen effizient in die Kapitalmärkte eingepreist werden, wurde das neoklassische Paradigma anwendungsorientiert ausgebaut, während die wissenschaftstheoretischen Grundlagenfrage nach den Voraussetzungen und der Angemessenheit von Modellen in den Hintergrund rückte.<sup>193</sup>

Zum einen wurden in der Portfoliotheorie neue Methoden und Ansätze entwickelt, die es scheinbar erlauben, die Eigenschaften und die Performance von Investmentobjekten präzise zu messen. Vor allem die Risiko-Rendite-Korrelation wurde kausal expliziert und auf Grundlage der neuen Datenvolumina systematisch modelliert (hierzu zählen beispielsweise die VAR-Modelle u.ä.). Das Risiko von Portfolios scheint dadurch zunehmend exakt quantifizierbar und ein präzises und effizientes Risikomanagement möglich.<sup>194</sup> Zum anderen erlaubt es das Konzept der relativen Bewertung, verschiedenartige, auch derivative Finanztitel wie Swaps oder Optionen unter Berücksichtigung ihrer Risiko-Rendite-Eigenschaften und unter Abstraktion anderer Eigenschaften zu vergleichen.<sup>195</sup> Die Kurse sowohl von Versicherungs- als auch von Wertpapieren beruhen auf der Schätzung zukünftiger Zahlungsströme, welche auf den gegenwärtigen Zeitpunkt hin diskontiert werden; die Bewertung all jener Ströme bezieht sich dabei stets auf die Risiko-Rendite-Korrelation. Indem verschiedenartige Finanztitel von diesem Blickwinkel aus eine ähnliche Struktur aufweisen, können sie in der Investmentpraxis relativ zueinander bewertet, verglichen und somit auch gehandelt werden. Es entstanden dadurch gänzlich neue Geschäftsfelder für Arbitrage.<sup>196</sup>

„In the extreme, securities with identical cash flows and the same risk should have the same price in a well-functioning market. If they do not then traders have an incentive to ‘arbitrage’ the difference, by selling the expensive security and buying the cheap one to lock in a riskless profit.“<sup>197</sup>

In der Folge wurde das wissenschaftliche Selbstverständnis der Finanzierungstheorie vor allem durch die Auseinandersetzung mit den Naturwissenschaften geprägt. Die sog. Finanzmathematiker betreiben nach eigenem Verständnis eine exakte und evidenzbasierte Wissenschaft: Die zentrale Überzeugung, von allgemeingültigen Prinzipien auszugehen, gibt ihnen scheinbar die Möglichkeit, die Erkenntnisse ähnlich wie in den Ingenieurwissenschaften anwendungsorientiert zu erforschen und praktisch anzuwenden („*Financial Engineering*“). Zur Erfindung und Kombination neuer Finanzprodukte muss nur eine zusätzliche Umdeutung vollzogen werden: Die immer detaillierter analysierten Korrelationen werden als belastbare Wechselwirkungsverhältnisse betrachtet. Risiko-Rendite-Modelle, die eigentlich für das

<sup>193</sup> Vgl. Clausen (2009), S.19ff; Schmidt (2007), S.66f.

<sup>194</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.242.

<sup>195</sup> Vgl. Achleitner (2002), S.124.

<sup>196</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.243.

<sup>197</sup> Morrison/Wilhelm (2007), S.243.

Risikomanagement der Portfolios entwickelt wurden, können dadurch auch zur Neukonzeption und –kombination komplexer derivativer Finanztitel verwendet werden. Damit scheint es möglich, zielgerichtet für bestimmte Interessen bestehende Finanzprodukte passgenau zu koppeln oder neue Finanzprodukte zu „erfinden“.<sup>198</sup>

„Financial engineering has developed to such an extent that it is now possible to parcel up and sell virtually any risk.“<sup>199</sup>

Im Gegensatz zum herkömmlichen Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken verstehen sich Investmentbanken als die Innovationsmotoren der Finanzmärkte, die wie Ingenieure Techniken erfinden, ausprobieren und in die Finanzmärkte einführen. Die Innovationsdynamik wurde damit mehr und mehr zum Identitätskern der Investmentbanken. Mit Blick auf die Rolle der Investmentbanken im Zuge der Finanzkrise verteidigt Alexander Dibelius, Deutschlandchef der Investmentbank Goldman Sachs, deren Geschäftsmodell:

„Finanzinstitute leben von Finanzinnovationen und diese schaffen Werte für alle.“<sup>200</sup>

Da in einigen Ländern Finanzinnovationen patentiert werden können, kommt es immer wieder zu der Situation, dass Finanzprodukte, die allein der Regulierungsarbitrage dienen, besonderen Rechtsschutz genießen.<sup>201</sup>

### 3.5 Rückkopplungseffekte

Die Leitbilder und Deutungsmuster guten Wirtschaftens der *financial community* dienen einerseits der praktischen Orientierung der Finanzpraktiker; andererseits wirken sie dadurch auch auf die Strukturen des Investmentbanking zurück.

#### 3.5.1 Industrialisierung der Investmentbanken

In der Finanzierungstheorie und der Finanzpraxis hat sich vermehrt das Label „*Financial Engineering*“ durchgesetzt.<sup>202</sup> Darunter fällt zum einen die passgenaue Konzeption neuer Finanztitel, zum anderen aber auch die verstärkte Automatisierung, Standardisierung und Spezialisierung, welche durch die IKT- Revolution zunächst in den Back-Offices, dann auch den Middle- und Front-Office-Bereichen der Investmentbanken ermöglicht wurden.<sup>203</sup> In der Folge werden Arbeitskräfte verstärkt über MBA-Programme

---

<sup>198</sup> Fischer (2000), S.1022. Kritiker bemängeln die mangelnde wissenschaftstheoretische Fundierung der New Finance. Vgl. Herr/Stachuletz (2007), S.655: „Die Gleichsetzung von Finanzinnovation mit einer verbesserten Finanzintermediation ist naiv.“

<sup>199</sup> Morrison/Wilhelm (2007), S.298.

<sup>200</sup> Vgl. Dibelius (2008), S.30.

<sup>201</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.245; S.290f.

<sup>202</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.245.

<sup>203</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.264; Walter/Welsch (2009), S.17. Zunehmend werden Mathematiker, Physiker und andere Naturwissenschaftler für den Umgang mit den finanzmathematischen Modellen eingestellt; vgl. Wiemeyer (2008), S.22.

rekrutiert, während die bankinterne Ausbildung und Sozialisierung in den Hintergrund tritt bzw. nur noch in denjenigen Bereichen praktiziert wird, die in besonderem Maße beziehungsintensiv sind und daher spezifische kommunikative Fähigkeiten, situatives Fingerspitzengefühl und Netzwerkpflge erfordern (*Tacit-Skills*).<sup>204</sup>

Insgesamt ermöglichte das *Financial Engineering* eine breite und internationale Expansion der Geschäftstätigkeiten, was auch den Kapitalbedarf der Investmentbanken ansteigen ließ. Daher entschieden sich seit den 1980ern viele Investmentbanken dazu, selbst an die Börse zu gehen und zur Deckung des angestiegenen Kapitalbedarfes Aktien auszugeben.<sup>205</sup> Dadurch unterstellten sie sich den gleichen Anforderungen, die sie selbst als Standards finanzmarktgerechter Unternehmensführung etablierten: Das Deutungsmuster des Shareholder-Values ersetzte die auf Verschwiegenheit und vertrauliche Partnerschaften aufbauende traditionelle Corporate-Governance der Investmentbanken und setzte die Investmentbanken selbst der disziplinierenden Kraft des Kapitalmarktes aus.<sup>206</sup> Die Hauptaufgabe des Managements konzentrierte sich in der Folge zunehmend, stetigen *Free-Cash-Flows* zu gewährleisten und auszuschütten.

Der Börsengang wirkte sich damit auch mittelbar auf die Zielvorgaben der Investmentbanken aus und die Höhe der in Aussicht gestellten Eigenkapitalrenditen stieg an.<sup>207</sup> Im Zuge dieser Veränderungen wird die aus der verarbeitenden Industrie (vor allem der Automobilindustrie) stammende Idee einer kleinteiligen Arbeitsteilung aufgegriffen und es wird versucht, die Arbeitsteilung innerhalb der Investmentbanken zu optimieren und vielgliedrig auszudifferenzieren.<sup>208</sup> Die Investmentbanken „industrialisieren“ sich. Das Ziel ist es, den Produktionsprozess durch Verfahren der Massenproduktion, *Outsourcing* und *Lean-Production* so zu rationalisieren, dass es gelingt, den Umsatz zu erhöhen, ohne dass zugleich die Kosten ansteigen. Dazu wird die Wertschöpfungskette in einzelne Teilschritte zerlegt, auf welche sich dann die einzelnen Mitarbeiter in abgegrenzten Organisationseinheiten und vordefinierten Entscheidungsspielräumen mit – so die Erwartung - erhöhter Effizienz konzentrieren können. Die Integration der Kette leistet ein prozessorientiertes Management (*Business Process Reengineering*).<sup>209</sup> Die Mitarbeiter sollen prozessorientiert motiviert werden; faktisch werden sie vor allem variabel und leistungsbezogen entlohnt.<sup>210</sup>

---

<sup>204</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), 276ff.

<sup>205</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.278f.

<sup>206</sup> Vgl. Schmidt (2007), S.74.

<sup>207</sup> Vgl. Kädtler/Faust (2009), S.8.

<sup>208</sup> Vgl. Löwe/Reinking (2005); Kädtler (2009), S.3f; Jung (2008), S.12ff.

<sup>209</sup> Vgl. Disselbeck (2007), S.227f.

<sup>210</sup> Vgl. Jung (2008), S.13.

Diejenigen Back-Office-Verfahren, Anwendungsbereiche oder auch ganze Geschäftsprozesse, von denen angenommen wird, dass sie mittels neuer IKT-Infrastruktur standardisiert und separiert abgewickelt werden können, werden zunehmend an externe „Zulieferunternehmen“ bzw. Tochtergesellschaften ausgelagert, wie beispielsweise Transaktionsbanken für Zahlungsverkehr oder auch spezialisierte Zweckgesellschaften. Darüber hinaus sind es IT-Abteilungen und die Bereiche der Kreditwürdigkeitsprüfung, die im Zuge einer Konzentration auf das Kerngeschäft outgesourct werden.<sup>211</sup>

„Im Zuge der Globalisierung der Finanzmärkte sowie der wachsenden Spezialisierung von Finanzdienstleistungen ist der Anteil der Vorleistungsbezüge deutlich gestiegen.“<sup>212</sup>

Gerade für Universalbanken, die sich zunehmend auch im profitablen Investmentbanking etablieren wollen, ist die Auslagerung der Kreditbearbeitung und –gewährung an sog. Kreditfabriken eine Möglichkeit, das kostenintensive Standard-Mengengeschäft auszulagern, um Ressourcen (qualifiziertes Personal und Eigenkapital) frei zu setzen.<sup>213</sup> Da die regulatorischen Anforderungen eine Desintegration der Produktion erschweren,<sup>214</sup> bedeuten innovative Verfahren, die es erlauben, sowohl die Regulierungsvorschriften dem Buchstaben nach einzuhalten, als auch den Industrialisierungsprozess fortzusetzen, einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den konkurrierenden Instituten.

### 3.5.2 All-Finance

Das heutige Erscheinungsbild der Finanzmärkte, das gekennzeichnet ist durch immens hohe Volumina, eine unübersichtliche Anzahl an Finanzprodukten und Teilmärkten und eine sich stetig erhöhende Umschlagsgeschwindigkeit der Wertpapiere, wäre ohne die *New Finance* und das *Financial Engineering* nicht denkbar.<sup>215</sup> Zunehmend ebnet sich der Unterschied zwischen der Kredit- und der Kapitalmarktseite ein, da die strikte Trennung zwischen den Investmentbanken und den Geschäftsbanken in den letzten Jahren zusehends aufgeweicht wurde: Investmentbanken (und Universalbanken, die inzwischen im Investmentgeschäft tätig sind) nutzen die Möglichkeiten der relativen Bewertung, um das Kreditausfallrisiko zu verbrieften und in Kreditderivaten an den Kapitalmärkten zu platzieren. Im Zuge der Finanzkrise ist z.B. *originate-to-distribute* problematisiert worden: Der Begriff steht für eine Strategie von Banken, die Kredite verbrieften und weiterverkaufen, damit diese ihr bilanzielles Eigenkapital nicht mehr

<sup>211</sup> Vgl. Löwe/Reinking (2005); Disselbeck (2007), S.366ff.

<sup>212</sup> Erber/Madlener (2009), S.129.

<sup>213</sup> Vgl. Disselbeck (2007), S.303.

<sup>214</sup> Vgl. Jung (2008), S.20.

<sup>215</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.243; Herr/Stachuletz (2007), S.655.

belasten.<sup>216</sup> Das Spektrum alternativer Finanzierungsmöglichkeiten hat sich inzwischen bis zur Unübersichtlichkeit vergrößert, wodurch der Orientierungsbedarf von Seiten derjenigen Unternehmen wächst, die nach adäquater Finanzierung nachfragen. Die Investmentbanken versuchen darauf zu antworten, indem sie sog. All-Finance-Dienstleistungen anbieten, d.h. indem sie bereits angebotsseitig die Finanzierung für den jeweiligen Bedarf strukturieren.

„In diesem Zusammenhang geht bei den Investmentbanken der Trend hin zu einem umfassenden Finanzierungsangebot. International tätige Klienten suchen nach Anbietern mit einer differenzierten Produktpalette, die neben der eigentlichen Beratung auch über Möglichkeiten zur Finanzierung der Transaktionen verfügen und damit zur kompletten länderübergreifenden Durchführung. Aufgrund dessen ist auch bei den Investmentbanken ein Trend hin zur verstärkten globalen Präsenz zu beobachten.“<sup>217</sup>

Das Ideal, das hinter der All-Finanzorientierung steht, kann charakterisiert werden als „Finanzierung aus einer Hand“. Die ehemals produktorientierten Branchengrenzen verlieren an Bedeutung: Investmentbanken bieten alle Finanzprodukte an, die ihre Kunden nachfragen (könnten) und gewährleisten deren Erstellung entweder selbst oder durch Tochtergesellschaften. Zur Vervollständigung der Angebotsstruktur kooperieren sie oft mit anderen Finanzdienstleistern, unter denen die Versicherungen bevorzugte Partner darstellen.<sup>218</sup>

In Folge dieses Trends wird aus dem herkömmlich nachfragegetriebenen *Corporate-Finance*-Markt ein Angebotsmarkt: Aufgrund des breiten Know-hows, das die Investmentbanken bei All-Finanzierungsfragen aufweisen, und dem kontinuierlichen Beratungsbedarf auf Seiten der Unternehmen, gehen viele Investmentbanken dazu über, das Research, das sie ohnehin von Unternehmenskunden erstellen, auch ständig hinsichtlich der Finanzierungs- und Risikooptimierung zu analysieren. Sie schlagen ihnen proaktiv Finanzdienstleistungen vor (die nicht immer im Interesse letzterer liegen).<sup>219</sup>

### 3.5.3 Globale Präsenz

Die Tendenz zur globalen Präsenz, die bei Investmentbanken zu beobachten ist, erklärt sich nicht nur aus dem All-Finanz-Ansatz; vielmehr trägt zu diesem Trend auch das Leitbild des vollkommenen Marktes entscheidend bei. Ein vollkommener Markt erstreckt sich der Idee nach global, da sich dann die ausgleichende Wirkung der Arbitrage auf alle

---

<sup>216</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2005), S.458f.

<sup>217</sup> Löwe (2000), S.943.

<sup>218</sup> Vgl. Loewe/Reinking (2005).

<sup>219</sup> Vgl. Kädtler (2009), S.22; Sachverständigengruppe (2001), S.30.

Preisdifferenzen der verschiedenen Finanzprodukte auf den verschiedenen Märkten weltweit erstrecken kann.

Zugleich wird dieser derart globalisierte Finanzmarkt zum Teil als unabhängige und kritische Instanz gegenüber den Wirtschaftspolitiken der verschiedenen Staaten angesehen: Indem die Finanzmarktakteure vorhandene „Schwachstellen“ sowohl im regulatorischen Rahmen von Staaten als auch in deren Wirtschaftspolitiken auffinden<sup>220</sup> und durch das geschickte Ausnutzen dieser Schwachstellen profitable Geschäfte lancieren, kontrollieren sie damit mittelbar auch die Wirtschaftspolitiken. Die wirtschaftspolitische Disziplinierungsfunktion der Finanzmärkte schätzte beispielsweise die Deutsche Bundesbank im Jahr 2001 überaus hoch ein:

„Internationale Kapitalströme reagieren relativ sensibel auf wirtschaftspolitisches Fehlverhalten. Kapitalabflüsse sind nicht selten ein Indiz für das mangelnde Vertrauen der Finanzmärkte in den Willen und die Fähigkeit der Politik, notwendige Reformen in Angriff zu nehmen und zum Erfolg zu führen. [...] Der freie Kapitalverkehr legt bestehende wirtschaftspolitische Mängel und die damit verbundenen Kosten offen und übt so einen Rechtfertigungsdruck auf die politisch Verantwortlichen aus. Zwar machen Politikdefizite auch unter den Bedingungen eines eingeschränkten Kapitalverkehrs früher oder später Anpassungen unumgänglich. Bei freiem Kapitalverkehr sind solche Defizite aber schwieriger zu verschleiern“<sup>221</sup>

Indem der informationseffiziente Markt umgehend (wirtschafts)politische Fehlsteuerungen erkennt und die Finanzmarktakteure diese unerbittlich sanktionieren, lenkt der globale Finanzmarkt die politischen Gestaltungsspielräume in effizienzförderliche Bahnen.

In der Tat ist zu beobachten, dass die internationale Dimension der Finanzmärkte an Bedeutung gewinnt:

„Durch die Digitalisierung von Informations- und Kommunikationswegen rücken die nationalen Kapitalmärkte enger zu einem einzigen globalen Markt zusammen. Zeitliche und räumliche Grenzen spielen eine immer geringere Rolle.“<sup>222</sup>

Die Investmentbanken selbst stellen sich vor diesem Hintergrund als Global Players in allen Disziplinen des Investmentbanking dar<sup>223</sup> und suchen die Präsenz in den wichtigen Agglomerationszentren der internationalen Finanzwirtschaft (*Global Cities*; vgl. 3.2.3). Im Hintergrund steht dabei die Idee, überall dort, wo Unternehmen und Anleger Zugang zu den Finanzmärkten suchen, diejenigen der weltweit verfügbaren Produkte anbieten zu können, die deren Renditewünschen und Risikobereitschaft optimal entsprechen.

---

<sup>220</sup> Vgl. von Heydebreck (2003), S.130.

<sup>221</sup> Vgl. Bundesbank (2001), S.26.

<sup>222</sup> Pfundt/Rosen (2008), S.7.

<sup>223</sup> Vgl. von Heydebreck (2003), S.129.

### 3.5.4 Angleichung der Investmentbanken

Ein weiterer Rückkopplungseffekt der Leitbilder und Deutungsmuster, der Industrialisierung und der Internationalisierung ist die zunehmende Homogenisierung der Investmentbanking-Branche. Trotz verschiedener Hauptstandorte finden sich Niederlassungen der großen Investmentbanken jeweils in denselben Agglomerationszentren der internationalen Finanzwirtschaft. Je mehr die unternehmensspezifischen und unternehmensintern erworbenen Fähigkeiten an Bedeutung verlieren und ersetzt werden durch standardisierte Tätigkeiten, welche die Beschäftigten sich in MBA-Programmen angeeignet haben, desto mehr erhöht sich auch die Substituierbarkeit des Humankapitals: Ein Indiz für die erhöhte Angleichung ist die Mobilität von Investmentbankern zwischen den Banken, welche in den letzten 30 Jahren signifikant angestiegen ist. Universalbanken aus anderen Weltregionen, vor allem Europa und Japan, die im Zuge von Internationalisierungsstrategien ihr Geschäft global ausrichteten, warben vermehrt Investmentspezialisten von US-amerikanischen Investmentbanken ab. Um sich auch Zugang zu denjenigen Bereichen zu sichern, in denen Netzwerke, Vertrauensbeziehungen und persönliche Erfahrung entscheidend sind (wie beispielsweise das Emissionsgeschäft u.a.), wurden ganze Teams von hochqualifizierten und hochgradig vernetzten Investmentbanker abgeworben, wenn nicht gleich ganze Investmentbanken aufgekauft wurden.<sup>224</sup> Insgesamt orientierten sich jene Universalbanken, die sich stark im Investmentbanking engagieren wollten, an den Leitbildern, Deutungsmustern und Organisationsstrukturen der US-amerikanischen Investmentbanking-Branche. Ein Mitarbeiter der Deutschen Bank rechtfertigt diese Angleichungsbemühungen, die bis auf die konkreten Handlungsebenen reichen:

„Unser zielstrebigere Einstieg in die Liga der globalen Investmentbanken bedeutete zugleich, die uns vertrauten Rahmenbedingungen auf den Prüfstand zu stellen und den ggf. veränderten Anforderungen [...] anzupassen. Wir waren in der Situation, unsere anerkannten Wert, unsere Reputation, einer kritischen Prüfung auszusetzen, um Einlass in die definierten Zielmärkte zu finden. [...] Die Entscheidung für die organisatorische Gestaltung einer Compliance-Organisation sah eine Anlehnung an die Praxis angelsächsischer Häuser vor, weil wir als Newcomer keine Zeit darauf verwenden durften, unsere Organisation und unser Verständnis von ethischen Grundsätzen täglich neu erklären zu müssen.“<sup>225</sup>

Als Resultat weisen die verschiedenen Häuser sehr ähnliche Teamstrukturen auf.<sup>226</sup> Zudem bestätigte der sich intensivierende Wettbewerb um qualifiziertes Humankapital nicht nur die Praxis hoher variabler und leistungsabhängiger Vergütungssysteme der US-Investmentbanken, sondern verschärfte sie: Da die neuen Wettbewerber aufgrund

<sup>224</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.281ff; Hesse (2009); Di Noia/Micossi (2009), S.23.

<sup>225</sup> Von Heydebreck (2003), S.130f.

<sup>226</sup> Vgl. Dufey/Hummel (2000), S.977.



fehlender Reputation in diesen Bereichen nur über die Höhe der Entlohnung konkurrieren konnten, setzte dies die etablierten Institute unter Druck, ihre Vergütungsstruktur dem steigenden Niveau anzupassen.<sup>227</sup> Die neuen Investmentbanken haben nicht nur die variablen Vergütungssysteme der Corporate Governance-Struktur, welche sich im Zuge der Implementierung des Shareholder-Value-Konzeptes zuerst in den USA durchgesetzt hat,<sup>228</sup> übernommen, sondern zugleich „[t]rotz ganz unterschiedlicher Herkunfts- und Einsatzländer [...] die Ausrichtung der amerikanischen Finanzbranche auf eine schnelle Steigerung der Aktienkurse und Gewinne.“<sup>229</sup> Die kontinuierliche wechselseitige Beobachtung trägt damit zu weitgehend gleichgerichtetem Handeln und ähnlichen Unternehmensstrategien bei.

### Zwischenfazit

Als Resultat dieser Trends charakterisieren Alan Morrison und William Wilhelm das derzeitige Investmentbanking als eine bipolare Aktivität, für die die klassische Unterscheidung in Front-Office und Back-Office nur noch bedingt gilt: Auf der einen Seite steht das beziehungsintensive *Networking* derjenigen Investmentbanker, die das Emissions-, das Projekt- und das M&A-Geschäft betreiben. Auf der anderen Seite steht ein großer administrativer Bereich technikintensiven und hoch voluminösen Wertpapierhandels, der aufgrund geringer Margen höchst standardisiert abläuft.<sup>230</sup> Wenn Morrison und Wilhelm dies vor allem mit Blick auf die US-amerikanischen Investmentbanken konstatieren, dann gilt dies umso mehr für diejenigen Universalbanken, die strategisch in die „Liga der Investmentbanken“ aufsteigen woll(t)en und ihrer Kreditsparte eine expandierende Investmentbanking-Sparte zur Seite stellten.

Ein Problem, das mit dieser industrieähnlichen Struktur der Arbeitsteilung einhergeht, ist, dass sich die verschiedenen Abteilungen der Investmentbanken stark intern differenzieren und weit voneinander weg entwickeln. Die verschiedenen Investmentprodukte und -dienstleistungen, denen trotz aller Standardisierung und Automatisierung ein Kern an informationsbasierten Vertrauensverhältnissen innewohnt, zerfallen in eine vielgliedrige Produktionssequenz: Im Rahmen dieser Arbeitsteilung nimmt jeder Finanzprofi eine genau definierte und eng spezialisierte Position ein, deren Aufgabe genau wie die für sein Know-how vorgesehenen Ermessensspielräume relativ präzise beschrieben sind. Anstelle von individueller Bewertung und Verantwortung sorgen die variablen Vergütungssysteme und andere Personalsteuerungsmaßnahmen für die aus betriebswirtschaftlicher Steuerungssicht notwendige Orientierung des

---

<sup>227</sup> Vgl. Kädtler (2009), S.22.

<sup>228</sup> Vgl. Kädtler (2007), S.6; Faust/Kädtler (2009), S.8f.

<sup>229</sup> Sachverständigengruppe (2001), S.30.

<sup>230</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.264.

jeweiligen Mitarbeiters an den vorgegebenen Steuerungszielen innerhalb der Produktionskette der Investmentbank.<sup>231</sup>

Im Gegensatz zur Arbeitsteilung in der Automobilindustrie, an deren Vorbild die Industrialisierung der Investmentbanken orientiert war, kann das Zusammenspiel der einzelnen Arbeitsschritte jedoch nicht gänzlich im Vorfeld ingenieurstechnisch „programmiert“ werden. Trotz des Selbstverständnisses der Finanzingenieure gibt es in der Finanzwirtschaft keine Regelanwendung ohne Interpretation durch den Regelanwender. Außerdem sind bei den konkreten Anlageentscheidungen oder beim Handel oftmals Faustregeln, soziale Beziehungen und z.T. auch das Bauchgefühl mitentscheidend (vgl. 3.1.3 und insbesondere 3.2).<sup>232</sup> Das arbeitsteilige Modell der Finanzindustrie und der „finanzwirtschaftlichen Produktion“ gilt daher auch als eine der Ursachen der jüngsten Finanzkrise:

„Bankenvertreter wissen zwar, wie traditionelle Kreditgeschäfte in der Praxis funktionieren, verstehen aber die Risikomodelle der Finanzmathematiker nicht. Finanzmathematiker können komplexeste Risikomodelle entwickeln und berechnen, verstehen aber vom alltäglichen Kreditgeschäft nichts. Bankenvertreter wiederum verlassen sich auf die Expertise jener Risikoanalysten, deren Modelle sie zwar nicht verstehen, deren Urteil sie aber als valides Expertenurteil hinnehmen.“<sup>233</sup>

Insgesamt sieht sich das Investmentbanking durch diese Entwicklungen mit einem sehr grundsätzlichen Trade-Off konfrontiert: Die hohe Leistungsfähigkeit, die aus jener Technisierung, Standardisierung und Automatisierung resultiert, wurde mit einer weitgehenden Anonymisierung erkaufte. Jede Ersetzung menschlicher Urteilskraft durch technische Verfahren gefährdet jedoch zum Teil die Kerntätigkeiten der Investmentbanken und damit auch ihre Reputation, welche ja auf der Fähigkeit zur beziehungsintensiven Netzwerkarbeit beruht (vgl. 3.1).<sup>234</sup>

### **3.6 Die Ambivalenz des Berufsethos**

In der Zusammenschau der verschiedenen Facetten des Berufsethos zeigt sich ein spannungsvolles Bild, einerseits mit Blick auf dessen verschiedene Funktionen (3.6.1), andererseits im Hinblick auf die innere Struktur des Ethos selbst (3.6.2).

#### **3.6.1 Die öffentliche Wirkung des Berufsethos**

Trotz der intensiven Konkurrenz unter den Investmentbanken findet sich eine erstaunliche Homogenität innerhalb der Investmentbanking-Branche hinsichtlich dessen,

---

<sup>231</sup> Vgl. Kädtler (2009), S.3; Haueisen (2003), S.107f.

<sup>232</sup> Vgl. Mieg (2007), S.226f.

<sup>233</sup> Kädtler (2009), S.11; Mieg (2007), S.231f.

<sup>234</sup> Vgl. Morrison/Wilhelm (2007), S.228f.

was als gutes und professionelles Handeln zu gelten hat. Nicht nur der direkte personelle Austausch, sondern die vielfältigen Felder der Kooperation (auf Märkten, in Aus- und Fortbildung, Projekten, in der gemeinsamen Lobbyarbeit etc.) sind begründet in einer relativ breiten Verschränkung von Interessen, welche durch den Bezug auf die gemeinsamen Leitbilder und Deutungsmuster ermöglicht wird. In dieser Studie bezeichnet der übergreifende Begriff „Berufsethos“ diese vielfältigen Konvergenzen mit Blick auf die Vorstellungen guter Finanzmarktpraxis.<sup>235</sup>

*Ad intra* wirkt dieses relativ homogene Ethos stabilisierend auf die Branche. *Ad extra* erzeugt eine solche Homogenität in Bezug auf Werthaltungen, Überzeugungen und Leitbilder auch diskursiv vermittelte Macht: Aus dem Zusammenwirken der verschiedenen Akteure und deren wechselseitiger Bezugnahme in (teil)öffentlichen Diskursen entsteht ein Diskursnetzwerk, auf welches auch die Medien zurückgreifen, wenn sie Know-how für die Berichterstattung über ökonomische Zusammenhänge nachfragen. Dadurch werden die spezifischen Leitbilder und Deutungsmuster finanzmarktbezogener Rationalität auch als allgemeine Leitbilder und Deutungsmuster öffentlichkeitswirksam kommuniziert.<sup>236</sup> In den letzten zwei Jahrzehnten etablierten sich die Rationalitätskonzepte der Investmentbanking-Branche so als vorrangige Begründungsordnung für wirtschaftliches und wirtschaftspolitisches Handeln überhaupt.

„[Es war] in Deutschland nicht die Macht des wirklichen Kapitalmarktes, die zu dem Suprematieanspruch führte, sondern die Faszination, die von der Idee eines vollkommenen Kapitalmarktes ausging.“<sup>237</sup>

Die Durchsetzung von Leitbildern und Deutungsmuster ist also nicht per se begründet in einer überlegenen ökonomischen Effizienz, sondern vielmehr in einer hinreichend allgemeinen Anerkennung.<sup>238</sup> Auch die Politik blieb nicht unbeeinflusst: Viele Politiker und Ministeriale orientierten sich in Fragen der Gesetzgebung und der wirtschaftspolitischen Ausrichtung an diesen Leitbildern. Zum Teil übernehmen sie die Deutungsmuster der Finanzbranche bis in die Sprache hinein.<sup>239</sup>

---

<sup>235</sup> Wodurch nochmals ausgedrückt werden soll, dass es sich bei den Leitbildern und Deutungsmustern um Bestandteile eines partikularen Ethos und nicht um „wahre“ Normen bzw. moralisch richtige Orientierungen handelt. Es geht also um Vorstellungen „des Guten“, nicht um Einsichten in „das Richtige“. Die Frage, inwieweit diese Leitbilder zutreffen bzw. „wahr“ sind, soll in diesem Zusammenhang nicht behandelt werden.

<sup>236</sup> Vgl. Kädtler (2007), S.7; Wiemeyer (2008), S.22;

<sup>237</sup> Schmidt (2007), S.79.

<sup>238</sup> Kädtler (2009), S.4.

<sup>239</sup> Vgl. Asmussen (2006), S.10ff. Das Beispiel Jörg Asmussens, der als Ministerialdirektor im Bundesfinanzministeriums ein Plädoyer für diejenigen strukturierten Produkte gehalten hat, die nach einschlägiger Meinung zur Weltfinanzkrise beitragen, zeigt, inwieweit die Deutung ökonomischer Entwicklungen in manchen Ministerien mit denjenigen in den Investmentbanken übereinstimmen (in diesem Fall v.a. mit Blick auf allgemeine Modernisierungsbestrebungen, Anpassungshilfen an Basel II und Innovationsfähigkeit)

Deutungsmuster und vor allem Leitbilder fungieren als Bindeglieder zwischen Wissenschaft und Öffentlichkeit.<sup>240</sup> Jürgen Kädler bezeichnet den spezifischen legitimatorischen Rekurs verschiedener, auch finanzmarktferner Akteure auf jene Leitbilder der Finanzbranche als „Finanzmarktrationalität“.<sup>241</sup> Er begreift Finanzmarktrationalität als bedingte Rationalität. Diese setzt stets stillschweigend nicht nur das Finanzsystem als Diskurszusammenhang voraus, sondern darüber hinaus auch wesentliche Implikate des Berufsethos, um eine Handlung oder Entscheidung im gegebenen Fall als „rational“ auszuweisen. Als legitim kann sich unter dieser Voraussetzung also eine ökonomische Maßnahme darstellen, wenn sie gewisse Zwecke im Rahmen der anerkannten kausalen finanzwirtschaftlichen Beziehungen wie selbstverständlich mit den scheinbar korrespondierenden *Finance*-Mitteln zu erreichen sucht.

„Wirtschaftliche Rationalität ist demnach nicht objektiv gegeben, sondern entspringt einer pragmatischen Evaluation wirtschaftlicher Handlungen durch die Beteiligten in konkreten Situations- und Erwartungskontexten.“<sup>242</sup>

Bei dem Wissen, das in diesen Diskursen Einfluss verschafft, kommt es folglich in erster Linie nicht auf den Wahrheitsgehalt bzw. die Übereinstimmung von Sachverhalt und propositionaler Repräsentation an,<sup>243</sup> sondern darauf, dass es in der relevanten Deutungsöffentlichkeit als „taken for granted“ gilt.<sup>244</sup> Unter dem Einfluss der Leitbilder und Deutungsmuster der Finanzmarktöffentlichkeit wurde diese Begründungsordnung auch zunehmend für wirtschafts- und sozialpolitische Maßnahmen von breiten Teilen der Öffentlichkeit anerkannt.

### 3.6.2 Innere Spannungen im Berufsethos

Eine weitere Ambivalenz ist dem Berufsethos des Investmentbanking selbst in zweierlei Hinsicht inhärent: Auf der einen Seite reduziert es sehr effizient Komplexität, stabilisiert wechselseitige Erwartungen und ermöglicht damit eine weitreichende Verhaltenskoordination auf den Finanzmärkten. Auf der anderen Seite ist es gekennzeichnet durch eine starke Beschränkung auf das Finanzsystem und dessen Funktionalität. Aufgrund des einseitig an mikroökonomischen Konzeptionen ausgerichteten Bereichsblickes werden einerseits jene Voraussetzungen des Finanzsystems ausgeblendet, die im makroökonomischen Rahmen und seinem Institutionenset begründet sind; andererseits werden die volkswirtschaftlichen

---

<sup>240</sup> Vgl. Reiter (2006), S.351f.

<sup>241</sup> Vgl. Kädler (2009), S.5.

<sup>242</sup> Kädler (2009), S.5.

<sup>243</sup> Vgl. Ott (1997), S.333.

<sup>244</sup> Brandl (2007), S.76. Mit diesem Konzept von Rationalität ist keine Wertung hinsichtlich des Wahrheitsgehaltes der betreffenden Zweckrationale verbunden; diese Frage bleibt hier offen.

Funktionen des Finanzsystems in den seltensten Fällen explizit als Ziel angestrebt (vgl. 1.1.1; allein die Risikoallokation wird in den Verhaltenskodizes thematisiert; vgl. 3.3). Stattdessen versuchen die Finanzpraktiker, sowohl die eigenen Finanzmarktprozesse, als auch die betroffenen realwirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Bereiche auf ein möglichst hohes Effizienzniveau zu bringen (vgl. 3.2.2; 3.3.4; 3.4.2, 3.4.3) Effizienz ist jedoch kein Ziel an sich, sondern legitimiert sich erst im Hinblick auf das, was in effizienter Weise erreicht werden soll.<sup>245</sup> Hinter der Orientierung an „Effizienz“ hinsichtlich der Finanz- und Informationsintermediation als auch hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Kontrolle kann zwar das Anliegen vermutet werden, die volkswirtschaftlichen Funktionen des Finanzsystems effektiv zu erfüllen (vgl. 3.3.4); wenn jedoch die Effizienz bei der Erreichung eines Zieles verabsolutiert wird und dadurch das gesamte Zielspektrum aus dem Blick gerät auf, läuft man Gefahr, etwaige Trade-Offs oder Zielkonflikte nicht mehr wahrnehmen zu können. Die Finanzpraktiker blenden z.B. aus, dass Effizienz, wie sie in diesen Zusammenhängen verstanden wird, bereits einen funktionsfähigen Markt und vor allem ein funktionsfähiges System elastischer und stabiler Geldversorgung voraussetzt.

Zudem stehen die handlungsleitenden Implikationen mancher Leitbilder und Deutungsmuster in einem offensichtlichen Spannungsverhältnis zur tatsächlichen Praxis: Während sich die Deutungsmuster am Ideal des vollkommenen Marktes orientieren und nur in Ausnahmen dessen Unvollkommenheiten zur Kenntnis nehmen, betreiben die Praktiker einen hohen moralischen Aufwand, um die zahlreichen Koordinationsprobleme der Märkte stetig zu lösen (vgl. 3.4.2, 3.2.2, 3.3.2); während die Theorie davon ausgeht, dass Techniken vorhanden sind, die es erlauben, Daten objektiv zu erheben, neutral auszuwerten und so aufzubereiten, dass sie zur gezielten Anlagestrategie, zum Risikomanagement und sogar zur Produktkonzeption taugen, bemühen sich die Analystenverbände um Standards der Informationsgewinnung und -verarbeitung, welche dazu beitragen sollen, dass die Praxis hermeneutisch geklärt und konsistent geregelt wird (vgl. 3.4.5, 3.1.3.2; 3.3.3). Am deutlichsten zeigt sich dieser Widerspruch jedoch in denjenigen Rückkopplungsphänomenen, welche die Investmentbanken vor einen Trade-Off stellen, der sie in ihrem Selbstverständnis und in ihrer Reputation bedroht: Nämlich der zwischen Standardisierung und Anonymisierung von Finanztransaktionen auf der einen Seite und dem beziehungsintensiven Beratungs- und Begleitungsgeschäft auf der anderen Seite (vgl. 3.1, 3.5).

---

<sup>245</sup> Vgl. Mieth (2006), S.1ff.

#### 4. Konsequenzen für eine Strategie qualitativer Regulierung

Sachkompetenz ist nicht gleichbedeutend mit einer überlegenen Urteilskompetenz in moralischen Diskursen. Professionen, die in politische Steuerungsprozesse eingebunden werden, beziehen daher gesellschaftliche Legitimation dadurch, dass sie ihr Selbstverständnis auch in Auseinandersetzung mit ihrem Beitrag zum Gemeinwohl ausbilden. Es gilt also, die Berufsgruppen der Investmentbanking-Branche einer kritischen Prüfung zu unterziehen unter Berücksichtigung der vier wesentlichen Merkmale, die erforderlich sind, damit eine Berufsgruppe als Profession gelten kann (akademische Ausbildung; autonome Regelungskompetenz; besonderes Vertrauensverhältnis zum jeweiligen Klientel und gemeinwohlbezogenes Berufsethos (vgl. 2.3)).

Die akademische Ausbildung ist gegeben. Hinsichtlich der teilautonomen Regelungskompetenz bezüglich bereichsspezifischer Fragen ist zu differenzieren: Zwar sind die branchenspezifischen Sanktionsmechanismen in Teilbereichen durchaus in der Lage, opportunistisches Verhalten einzelner Marktteilnehmer zu begrenzen, das Marktgeschehen zu regulieren und unter normalen Bedingungen ein weitgehend reibungsloses Ablaufen der Markttransaktionen zu gewährleisten; auch garantieren die Berufsgruppen die Ausbildung und deren teils auch berufsethischen Inhalte. Jedoch sind die Berufsverbände damit konfrontiert, dass gewisse Problembereiche (z.B. „Umgang mit akkumulierten Risiken auf den Märkten“) ihre Selbstregulierungsfähigkeit überschreiten und sie dabei auf das Mitwirken der Finanzunternehmen angewiesen sind, diese aber kaum von deren spezifischen Sanktionsmechanismen erreicht werden und selbst kein unmittelbares Interesse an der berufsständischen Reputation haben. Dies beeinträchtigt zum Teil beträchtlich das Vertrauensverhältnis zum jeweiligen Klientel, welches vor allem durch die Industrialisierung der Investmentbanken zusätzlich untergraben wird („Reputationsverlust“).

Während dies vor allem Umsetzungs- und Verfahrensfragen betrifft, die in einem geeigneten Regulierungsarrangement berücksichtigt werden könnten, zeigt sich das Berufsethos selbst als ungenügend hinsichtlich des erforderlichen Gemeinwohlbezugs. Dieser ist höchst fraglich angesichts der tiefen Ambivalenzen, die das Berufsethos des Investmentbanking durchziehen:

*Erstens* ist das Berufsethos des Investmentbanking hauptsächlich ein Kollegialitätsethos, das auf die reibungslose Funktionalität von Markttransaktionen abzielt. Welche Transaktionen mit welchen Zielen und welchen Folgen vorgenommen werden, wird kaum reflektiert.

Hinter dem Effizienzanliegen der Verhaltenskodizes wurde zwar ein indirekter Gemeinwohlbezug vermutet. Die Analyse der Leitbilder und Deutungsmuster zeigt jedoch *zweitens*, dass sich dieser ohne wesentlichen Bezug auf gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge artikuliert. Wird Effizienz jedoch verabsolutiert, indem sie abgelöst von Zielvorstellungen als Selbstzweck betrachtet oder reduziert auf nur ein einziges Ziel ausgerichtet wird, kommt es fast zwangsläufig zu unvorhergesehenen und kontraproduktiven Trade-Offs.

*Drittens* hat die Branche allgemein kein konstruktives Verhältnis zu den (inter)nationalen Regulierungsarrangements. Sie kommen als *ultima ratio* in den Blick, wenn die Regelungskompetenzen der Branche selbst nicht ausreichen (vgl. 3.3.2). Dies ist sicherlich nicht dem „bösen Willen“ der Marktteilnehmer geschuldet, sondern vielmehr den theoriegebundenen Implikationen des Berufsethos: Der vollkommene und informationseffiziente Markt fungiert als Leitbild, das selbst ohne Rekurs auf vorgängige Größen auskommt. Wenn der Markt allerdings als effizient angenommen wird und sich die Marktteilnehmer marktkonform verhalten, dann entstammen Störungen und Friktionen ergo dem ungenügenden Institutionenset. Der Steuerungsmechanismus „Wettbewerb“ ist damit begrenzt wirksam bzw. z.T. kontraproduktiv, wenn sich die kompetitive Innovationsdynamik des Investmentbanking scheinbar zu Recht gegen das Regulierungsarrangement als solches wendet.

#### **4.1 Vereinfachung des qualitativen Regulierungskonzeptes**

Steuerungstechnisch kommt den Berufsverbänden der Finanzbranche aufgrund ihres Know-hows zwar eine große potentielle Bedeutung zu, jedoch entspricht ihr Ethos kaum den hohen Anforderungen, die an eine Profession gestellt werden müssen, damit sie berechtigt in politische Steuerungsprozesse einbezogen werden kann. Die Befunde dieser Studie stellen damit grundsätzliche Anfragen an die derzeitige Ausgestaltung des qualitativen Regulierungsarrangements von Basel II: Regulierung allgemein, regulierte Selbstregulierung im Besonderen kann nur funktionieren, wenn es eine gewisse Bereitschaft der Akteure des regulierten Bereichs gibt, die Steuerungsziele zumindest im Ansatz als begründet zu akzeptieren. Wenn einzelwirtschaftliche Akteure in sich dynamisch verändernden Märkten staatliche Vorschriften immer nur dem Buchstaben, nicht dem Geist nach befolgen, dann sind Regierungen nicht in der Lage, ihre Gestaltungsziele allein dadurch zu erreichen, dass sie Regelwerke beschließen und deren Einhaltung durchsetzen. Daher ist von entscheidender Bedeutung die Bereitschaft der Finanzpraktiker, die Ziele der Regulierung zu akzeptieren und die Regeln auch dann einzuhalten, wenn dies kurzfristig den Verzicht auf einträgliche Geschäfte bedeutet. Für die privatwirtschaftlichen Investmentbanken trifft dies nur in geringem Maße zu.

Vor diesem Hintergrund erscheint die Abkehr vom qualitativen Regulierungsarrangement ordnungspolitisch die beste Lösung zu sein. Der qualitative Regulierungsansatz seit Basel I muss grundsätzlich überdacht werden: Wenn das Investmentbanking sich als Innovationsmotor der Finanzbranche versteht, und Finanzinnovationen oftmals (auch) dazu dienen, Regulierungsvorschriften zu umgehen, dann führt ein Einbezug der privaten Banken nicht unbedingt zu mehr Stabilität und Effizienz in der Finanzintermediation. Vielmehr ist es wahrscheinlich, dass interpretatorische Graubereiche entstehen, die das Investmentbanking effektiver nutzen kann als die Regulierungsbehörden. Regulierung soll nicht darauf abzielen, mögliche Wettbewerbsnachteile von Banken gegenüber anderen Finanzmarktakteuren auszugleichen, sondern vielmehr eine nachhaltige Stabilität der Finanzmärkte und der Geld- und Kreditversorgung zu gewährleisten.<sup>246</sup> Daher ist Basel II radikal zu vereinfachen. Carmine Di Noia und Stefano Micossi haben jüngst einfache Eigenkapitalregeln vorgeschlagen, welche streng durchgesetzt und durch massive Sanktionen bewehrt werden müssen.<sup>247</sup>

#### 4.2 Fortentwicklung des qualitativen Regulierungskonzeptes

Ist es politisch allerdings nicht möglich, diese „beste Lösung“ durchzusetzen, erscheint im Sinne einer „zweitbesten Lösung“ eine Art Doppelstrategie sinnvoll: Die qualitative Regulierungsstrategie ist zum Einen fortzuentwickeln, indem ergänzend zu den privaten Finanzinstitute die Berufsverbände in das Regulierungsarrangement einbezogen werden: Die Berufsverbände sind als spezifische Interessenvertretungen ebenso international aufgestellt wie die Finanzinstitute und können aufgrund ihres Berufsethos und ihres partiell gemeinwohlbezogenen Interesses bevorzugt als Regulierungspartner gelten. Zum Anderen müssen zugleich die Voraussetzungen dafür geschaffen werden, dass die Berufsverbände ihr Verhältnis zu den gesamtwirtschaftlichen Zielen der Regulierung klären und sich selbst professionalisieren können.

Wenn Professionen ihrer Verantwortung nachkommen wollen, dann muss *erstens* eine gewisse Langfristigkeit gegeben sein, damit Erfahrungen gesammelt und reflektiert werden können, gerade im kompetenten Umgang mit Risiken. Ist dies gegeben, sind auch entsprechende Rückwirkungen auf die Methoden und Inhalte der korrespondierenden wissenschaftlichen Disziplinen zu erwarten. Die verstetigte Innovationsdynamik, deren Resultate zum Teil ja nur der Umgehung von Regulierungsvorschriften dienen, erschüttert eine verantwortliche Position nachhaltig. Da ein kategorisches Verbot von Finanzinnovationen die Möglichkeit der Verbesserung der

---

<sup>246</sup> Vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.46ff.

<sup>247</sup> Vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.55ff.



Finanzierungsinstrumente ausschließt und die gesamtwirtschaftliche Funktionen der Finanzwirtschaft wohl beeinträchtigen würden, erscheint vor diesem Hintergrund der Vorschlag einer „Positivliste“ für Finanzprodukte sinnvoll, um zum einen die Komplexität und die Quantität der Finanzprodukte effektiv zu reduzieren und zum anderen der Innovationsdynamik einen elastischen Kontrollrahmen zu geben.<sup>248</sup> Die Organisation einer solchen Prüf- und Zulassungsstelle für Finanzprodukte könnte im Stile einer regulierten Selbstregulierung durchaus von den Berufsverbänden in Kooperation mit den Aufsichtsbehörden übernommen werden.

*Zweitens* muss die Reichweite und die Transparenz der Regulierung ausgeweitet werden. Neben einer Verbesserung der Regulierung derjenigen Institute, welche mit Eigenkapital ihre Geschäfte unterlegen (müssen), sollten auch die im Hinblick auf Stabilität und systemische Risiken relevanten OTC-Märkte reguliert werden (Derivatemärkte, Verbriefungsmärkte etc.).<sup>249</sup> Der ACI-Model Code plädiert angesichts der großen Unübersichtlichkeit der OTC-Devisenmärkte dafür, zentrale internationale Clearingstellen einzurichten, die ein umfassendes und multilaterales Netting-System verwalten (vgl. 3.3.2). Dieses verspricht den Vorteil, dass einsichtig wird, welche Gegenpartei welche Risiken eingegangen ist. Zentrale Clearing-Plattformen erscheinen nicht nur für die Devisenmärkte als notwendige Institutionen, welche den Regulierungsinstanzen die Risikoverteilung der jeweiligen Märkte insgesamt durchsichtig machen: Für alle OTC-Märkte stellen solche Clearingstellen eine Verbesserung dar, zumindest hinsichtlich der Risikotransparenz.<sup>250</sup>

*Drittens* müssen diese Maßnahmen, die eine erhöhte Transparenz hinsichtlich der einzelnen auf OTC-Märkten eingegangenen Risikopositionen versprechen, ergänzt werden durch eine makroökonomische Risikoüberwachung, welche es erlaubt, die (Über-)Akkumulation von Risiken im gesamten Finanzsystem frühzeitig zu erkennen.<sup>251</sup> Dazu muss freilich der Anwendungsbereich der Regulierung tatsächlich umfassend definiert sein: Es reicht nicht, wenn er nur konzeptionell weit gefasst wird, um die verschiedenen Typen von Finanzinstituten einzubeziehen (vgl. 1.1.2); auch räumlich muss er sich weit erstrecken. Ansonsten verlegen diejenigen Investmentbanken und Finanzmarktakteure, die den guten Willen zur Kooperation mit den Aufsichtsbehörden nicht aufweisen, ihre Aktivitäten an die Orte, an denen die Regulierungsvorschriften am durchlässigsten sind oder deren Durchsetzung lax gehandhabt wird.<sup>252</sup> Wenn eine solche Ausweitung der Regulierung auf globaler Ebene nicht möglich bzw. politisch

---

<sup>248</sup> Vgl. Hein u.a. (2008), S.8.

<sup>249</sup> Vgl. Hein u.a. (2008), S.8.

<sup>250</sup> Vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.63ff.

<sup>251</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2008), S.167f.

<sup>252</sup> Vgl. Dullien/Herr/Kellermann (2009), S.154f.

realistisch ist, dann braucht es zumindest ein einheitliches Regulierungsarrangement in den einzelnen Großregionen (EU, USA), welches sowohl die Regeln formuliert als auch durchsetzt.<sup>253</sup>

Die genannten Maßnahmen zielen insgesamt auf ein transparenteres und umfassend reguliertes Finanzsystem ab, welches den Finanzpraktikern mehr Spielräume für eine verantwortliche professionelle Praxis eröffnet, wodurch auch ihre Selbstregulierungsmechanismen gestärkt werden sollen. Unabhängig von der Art der Regulierungsstrategie bleibt die Regulierung eines Bereiches, der eine öffentliche Aufgabe versieht, angewiesen auf die (konstruktive) Mitwirkung der Regulierten. Im Fall des Investmentbankings bedarf es daher *viertens* einer Professionalisierung der Berufsverbände, wie sie in 2.3 vorgestellt wurde. Voraussetzung dafür ist zum Einen eine Neuausrichtung der Anreiz- und Vergütungssysteme: Anstelle der derzeit dominanten Fixierung auf kurzfristige Gewinnkennziffern, müssten sich jene an Stabilität und Langfristigkeit orientieren. Wenn die unternehmensinternen Vergütungssysteme dahingehend sich auswirken, dass kurzfristigem und unverantwortlichem Verhalten Vorschub geleistet wird und die Orientierung an den Regulierungszielen behindert, dann wird dies auch zu einer Frage der Gesetzgebung. Grundsätzlich ist es fraglich, ob für eine Profession eine extrinsische Motivierung in dem Ausmaß, wie sie zurzeit Gang und Gebe ist, ratsam und notwendig ist.<sup>254</sup> Zum Anderen tut eine wissenschaftliche und wissenschaftstheoretische Selbstaufklärung der Berufsverbände not: Wenn Professionen sich auch durch ihren Beitrag zum Gemeinwohl und durch das Selbstverständnis, eine wichtige öffentliche Tätigkeit auszuüben, auszeichnen, dann müssten die Berufsverbände explizieren, welche Gemeinwohlbezüge für sie konstitutiv sind, und vor allem ihr Verhältnis zum staatlichen Rahmen bzw. zu den Regulierungsarrangements klären.

---

<sup>253</sup> Vgl. Di Noia/Micossi (2009), S.50ff.

<sup>254</sup> Vgl. Haueisen (2005), S.108ff.

## 5. Literatur

ACHLEITNER, ANN-KRISTIN (2002): Handbuch Investment Banking, Wiesbaden: Gabler Verlag, 3.Auflage.

ACI (Hg.) (Oktober 2002): The Model Code. Internationaler Verhaltenskodex für die Finanzmärkte.

ASMUSSEN, JÖRG (2006): Verbriefungen aus Sicht des Bundesfinanzministeriums. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 19, S. 10–12.

BASLER AUSSCHUSS FÜR BANKENAUF SICHT (Juni 2004): Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen. Überarbeitete Rahmenvereinbarungen. Basel.

BECKERT, JENS (2007): Die soziale Ordnung von Märkten. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. (MPIfG Discussion Paper, 6). Online verfügbar unter [http://www.mpifg.de/pu/mpifg\\_dp/dp07-6.pdf](http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp07-6.pdf), zuletzt geprüft am 04.06.2009.

BINSWANGER, HANS CHRISTOPH (2006): Die Wachstumsspirale. Geld, Energie und Imagination in der Dynamik des Marktprozesses. Marburg: Metropolis-Verlag.

BOBBERT, MONIKA (2002): Patientenautonomie und Pflege. Begründung und Anwendung eines moralischen Rechts. Frankfurt am Main: Campus-Verlag.

BOWIE, NORMAN E. (1992): Unternehmensethikkodizes: Können sie eine Lösung sein? In: Lenk, Hans; Maring, Matthias (Hg.): Wirtschaft und Ethik. Stuttgart: Reclam, S. 337–349.

BRANDL, JULIA (2007): Warten auf den Erfolg. Eine neoinstitutionalistische Interpretation der Ursachen von eskalierendem Commitment am Beispiel der Einführung von Personalentwicklungsprogrammen. In: Langenohl, Andreas; Schmidt-Beck, Kerstin (Hg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg: Metropolis-Verlag, S. 75–94.

BRUEGGER, URS (1999): Wie handeln Devisenhändler? Eine ethnographische Studie über Akteure in einem globalen Markt. Dissertation Nr. 2268. Betreut von Peter Gross und Heinz Zimmermann. St.Gallen. Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften.

BUNDESBANK, DEUTSCHE (2001): Grenzüberschreitender Kapitalverkehr und die Rolle des Internationalen Währungsfonds. In: Monatsbericht Juli 2001, Jg. 53, H.7, S. 15–32.

BUNDESBANK, DEUTSCHE (2009): Unternehmensgewinne und Aktienkurse. In: Monatsbericht Juli 2009, Jg. 61, H. 7, S.15-29.

CFA (Hg.) (2005): Ethische Grundsätze und Standesrichtlinien. Online verfügbar unter [http://www.cfainstitute.org/centre/codes/ethics/pdf/german\\_code.pdf](http://www.cfainstitute.org/centre/codes/ethics/pdf/german_code.pdf), zuletzt geprüft am 12.10.2009.

CLAUSEN, THIES (2008): Rationalität und ökonomische Methode. Paderborn: Mentis Verlag.

CORSETTI, GIANCARLO; DASGUPTA, AMIL; MORRIS, STEPHEN; HYUN SONG SHIN (2004): Does One Soros Make a Difference? A Theory of Currency Crises with Large and Small Traders. In: Review of Economic Studies, Jg. 71, H. 1, S. 87–113.

DIBELIUS, ALEXANDER (Sept. 2008): Investmentbanking und Finanzkrise. Fakten, Hintergründe, Perspektiven. In: Die Bank - Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis, H. 9, S. 30–34.

DI NOIA, CARMINE; MICOSI, STEFANO (2009): Keep it simple. Policy Responses to the Financial Crisis. Brüssel: Centre for European Policy Studies (CEPS).

- DISSELBECK, KAI (2007): Die Industrialisierung von Banken am Beispiel des Outsourcings. Frankfurt; Fritz Knapp Verlag.
- DULLIEN, SEBASTIAN; HERR, HANSJÖRG; KELLERMANN, CHRISTIAN (2009): Der gute Kapitalismus. ... und was sich dafür nach der Krise ändern müsste. Bielefeld: transcript.
- DVFA (Hg.) (Mai 2007): DVFA-Verhaltenskodex. Online verfügbar unter [http://www.dvfa.de/files/mitgliedschaft/dvfa-kodex/application/pdf/dvfa\\_verhaltenskodex.pdf](http://www.dvfa.de/files/mitgliedschaft/dvfa-kodex/application/pdf/dvfa_verhaltenskodex.pdf), zuletzt geprüft am 12.10.2009.
- EMUNDS, BERNHARD; REICHERT, WOLF-GERO (2009): Finanzwirtschaft - kein Selbstzweck. Die Finanzkrise trifft vor allem die Schwellen- und Entwicklungsländer. In: Herder Korrespondenz, Jg. 63, H. 5, S. 237–242.
- ERBER, GEORG, MADLENER, REINHARD (2009): Produktivität im Finanzsektor: Köpfe sind wichtiger als Computer. In: DIW Wochenbericht, Jg. 76, H. 8, S. 126–132.
- EUCKEN, WALTER (1952): Grundsätze der Wirtschaftspolitik. Bern/Tübingen: Francke u.a.
- FAMA, EUGENE F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: Journal of Finance, H.25, S. 383-417.
- FAUST, MICHAEL; BAHNMÜLLER, REINHARD (2007): Die Zeit der Aktienanalysten. In: Langenohl, Andreas; Schmidt-Beck, Kerstin (Hg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg: Metropolis-Verlag, S. 37–74.
- FAUST, MICHAEL; KÄDTLER, JÜRGEN (2009): Shareholder Value. – „die blödeste Idee der Welt“. In: SOFI-Mitteilungen, Jg. 3, H. 6, S. 8–11.
- FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (Hg.) (2009): Maintaining Stability in a Changing Financial System. Kansas City.
- FEST, ALEXANDER (2008): Zwecke, Ansätze und Effizienz der Regulierung von Banken. Berlin: Duncker&Humblot (Studien zur Kredit- und Finanzwirtschaft, 183).
- FISCHER, LEONHARD (2000): Das Emissionsgeschäft. Teil III. 7.2. In: Obst, Georg; Hintner, Otto; Hagen, Jürgen von; Obst-Hintner (Hg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems. 40., völlig überarb. Aufl. / Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 945–963.
- FORTSON, DANNY (26. Oktober 2006): The day Big Bang blasted the old boys into oblivion. In: The Independent, 26. Oktober 2006. Online verfügbar unter <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/the-day-big-bang-blasted-the-old-boys-into-oblivion-422005.html>, zuletzt geprüft am 10.09.2009.
- FRICKE, JACOB (2008): Private Equity in Deutschland. Frankfurt (Frankfurter Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung, 53).
- GOTTSCHALL, KARIN (2008): Soziale Dienstleistungen zwischen Informalisierung und Professionalisierung - oder: der schwierige Abschied vom deutschen Erbe sozialpolitischer Regulierung. In: Arbeit. Zeitschrift für Arbeitsforschung, Arbeitsgestaltung und Arbeitspolitik, Jg. 17, H. 4, S. 254–267.
- HASSOU, JEAN-PIERRE (2006): Emotions on the Trading Floor: Social and Symbolic Expressions. In: Knorr Cetina, Karin; Preda, Alex (Hg.): The Sociology of Financial Markets. Oxford: Oxford Univ. Press, S. 38–61.
- HEIN, ECKHARD; HORN, GUSTAV; JOEBGES, HEIKE; VAN TREECK, TILL; ZWIENER, RUDOLF (2008): Finanzmarktkrise: erste Hilfe und langfristige Prävention. Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung. (Policy Brief). Online verfügbar unter <http://d-nb.info/995267197/34/>, zuletzt geprüft am 12.11.2009.
- HEYDEBRECK, TESSEN VON (2003): Ethik im Kapitalmarkt - die Umsetzung eines Programms. Erfahrungsbericht über 10 Jahre Kapitalmarkt-Compliance. In: Scherer, Andre-

as; Hütter, Gerhard; Maßmann, Lothar (Hg.): Ethik für den Kapitalmarkt? Orientierungen zwischen Regulierung und Laissez-faire. 1. Aufl. München: Hampp (DNWE-Schriftenreihe, Folge 10), S. 127–139.

HELLWIG, MARTIN (2000): Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems. Teil 1.1. In: Obst, Georg; Hintner, Otto; Hagen, Jürgen von; Obst-Hintner (Hg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems. 40., völlig überarb. Aufl. / Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 3–37.

HENGSBACH, FRIEDHELM SJ (1991): Wirtschaftsethik. Aufbruch, Konflikte, Perspektiven. Herder Spektrum: Freiburg im Breisgau.

HERR, HANSJÖRG; STACHULETZ, RAINER (2007): "New Fashion in Finance" und Finanzmarktstabilität. In: WSI Mitteilungen, Jg. 60, H. 12, S. 650–656.

HESSE, MARTIN (2009): Jagdszenen zwischen Frankfurt und New York. Kampf um die besten Finanzstrategen: Die Deutsche Bank wirbt der Konkurrenz im großen Stil Manager ab - nun klagt Merrill Lynch. sueddeutsche.de. Online verfügbar unter <http://www.sueddeutsche.de/finanzen/185/460816/text/>, zuletzt geprüft am 20.04.2009.

HONNEFELDER, LUDGER (2006): Sittlichkeit/Ethos. In: Düwell, Marcus; Hübenenthal, Christoph; Werner, Micha (Hg.): Handbuch Ethik. 2. Aufl. Stuttgart: Metzler, S. 508–513.

HOLZER, BORIS (2008): Netzwerke und Systeme. Zum Verhältnis von Vernetzung und Differenzierung. In: Stegbauer, Christian (Hg.): Netzwerkanalyse und Netzwerktheorie. Ein neues Paradigma in den Sozialwissenschaften. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 155–164.

JENSEN, MICHAEL C. (1986): Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. In: American Economic Review, Jg. 76, H. 2, S. 323–329.

JENSEN, MICHAEL C. (1994): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In: Journal of Applied Corporate Finance, Jg. 6, H. 4, S. 4–23.

JUNG, RAPHAEL (2008): Die Industrialisierung von Banken. Ein Lösungsansatz. Publikationen des Swiss Finance Institute Zürich, Nr. 325, Bern: Haupt Verlag.

KÄDTLER, JÜRGEN (2007): Finanzmarktkapitalismus. Die Macht der Finanzmärkte und ihre Bedeutung für die Realökonomie. In: Amos, Jg. 1, H. 4, S. 3–9.

KÄDTLER, JÜRGEN (2008): Wenn man die Welt vor Kennziffern nicht mehr sieht. Finanzmarkttrationalität und Finanzmarktkrise. In: Mitteilungen aus dem SOFI, Jg. 2, H. 5, S. 1–4.

KÄDTLER, JÜRGEN (2009): Finanzialisierung und Finanzmarkttrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im zeitgenössischen Kapitalismus. Soziologisches Forschungsinstitut. Göttingen (SOFI Arbeitspapiere, 5).

KASHYAP, ANIL; RAJAN, RAGHURAM; STEIN, JEREMY (2009): Rethinking Capital Regulation. In: Federal Reserve Bank of Kansas City (Hg.): Maintaining Stability in a Changing Financial System. Kansas City, S. 431–471.

KERWER, DIETER (2007): Agenten des Finanzmarkt-Kapitalismus. Globale Ratingagenturen in der Unternehmenskontrolle in Deutschland. In: Jürgens, Ulrich; Sadowksi, Dieter; Folke Schuppert, Gunnar; Weiss, Manfred (Hg.): Perspektiven der Corporate Governance. Bestimmungsfaktoren unternehmerischer Entscheidungsprozesse und Mitwirkung der Arbeitnehmer. Baden-Baden: Nomos, S. 385–401.

KLÄVER, MICHAEL (2003): Die Analysten als Testfall der Wirtschaftsethik. In: Scherer, Andreas; Hütter, Gerhard; Maßmann, Lothar (Hg.): Ethik für den Kapitalmarkt? Orientierungen zwischen Regulierung und Laissez-faire. 1. Aufl. München: Hampp (DNWE-Schriftenreihe, Folge 10), S. 215–218.

KLINK, DANIEL (2008): Der ehrbare Kaufmann – Das ursprüngliche Leitbild der Betriebswirtschaftslehre und individuelle Grundlage für die CSR Forschung. In: Corporate Social Responsibility. Zeitschrift für Betriebswirtschaft – Journal of Business Economics, Special Issue 3, S. 57–79.

KNORR CETINA, KARIN; BRUEGGER, URS (2005): Globale Mikrostrukturen der Weltgesellschaft: Die Virtuellen Gesellschaften von Finanzmärkten. In: Windolf, Paul (Hg.): Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 145–171.

KNORR CETINA, KARIN (2006): How are Global Markets Global? The Architecture of a Flow World. In: Knorr Cetina, Karin; Preda, Alex (Hg.): The Sociology of Financial Markets. Oxford: Oxford Univ. Press, S. 38–61.

KRUGMAN, PAUL (1991): Increasing Returns and Economic Geography. In: Journal of Political Economy, Vol 99, Nr.3, S.483-499.

KUHN, THOMAS S. (1993): Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen. 2., rev. und um das Postskriptum von 1969 erg. Aufl., 12. Aufl. Frankfurt am Main: Suhrkamp (Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft, 25).

LÖWE, CLAUS (2000): Corporate Finance. Teil III. 7.1. In: Obst, Georg; Hintner, Otto; Hagen, Jürgen von; Obst-Hintner (Hg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems. 40., völlig überarb. Aufl. / Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 938–945.

LÖWE, DIETER; REINKING, JÖRG (20. Oktober 2005): Industrialisierung in Banken. Mummert Consulting. Online verfügbar unter <http://www.informationweek.de/services/showArticle.jhtml?articleID=193002680>, zuletzt geprüft am 05.07.2009.

LUHMANN, NIKLAS (1986): Ökologische Kommunikation. Kann die moderne Gesellschaft sich auf ökologische Gefährdungen einstellen. Opladen: Westdeutscher Verlag.

LUHMANN, NIKLAS; FUCHS, PETER (1989): Reden und Schweigen. Frankfurt am Main.

LUHMANN, NIKLAS (1997): Die Gesellschaft der Gesellschaft. 2 Bände. Frankfurt am Main: Suhrkamp (2).

LÜTZ, SUSANNE (2005): Von der Infrastruktur zum Markt. Der deutsche Finanzsektor zwischen Deregulierung und Reregulierung. In: Windolf, Paul (Hg.): Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 294–315.

MAHATHIR BIN MOHAMAD, TUN (1998): The Future of Asia in a globalised and deregulated World. Online verfügbar unter <http://www.pmo.gov.my/ucapan/?m=p&p=mahathir&id=1292>, zuletzt geprüft am 31.08.2009.

MAI, MANFRED (2008): Der Beitrag von Professionen zur politischen Steuerung und Governance. In: Sozialer Fortschritt, Jg. 57, H. 1, S. 14–18.

MAIER, WALTER (2000): Devisenhandel. Teil III. 8.2. In: Obst, Georg; Hintner, Otto; Hagen, Jürgen von; Obst-Hintner (Hg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems. 40., völlig überarb. Aufl. / Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 1045–1053.

MEIER, STEPHAN (2003): Analysten im Interessenkonflikt - Die Rolle der Selbstregulierung und der Beitrag der Swiss Financial Analyst Association. In: Scherer, Andreas; Hütter, Gerhard; Maßmann, Lothar (Hg.): Ethik für den Kapitalmarkt? Orientierungen zwischen Regulierung und Laissez-faire. 1. Aufl. München: Hampp (DNWE-Schriftenreihe, Folge 10), S. 219–222.

- MIEG, HARALD A. (2007): Zeit, Attribution und Koordination an Finanzmärkten. In: Lange-nohl, Andreas; Schmidt-Beck, Kerstin (Hg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg: Metropolis-Verlag, S. 219–238.
- MIETH, DIETMAR (1999): Moral und Erfahrung I. Grundlagen einer theologisch-ethischen Hermeneutik. 4. Aufl. Freiburg im Breisgau: Herder (Studien zur theologischen Ethik).
- MIETH, DIETMAR (2002a): Sozialethik als hermeneutische Ethik. In: Gabriel, Karl (Hg.): Jahrbuch für christliche Sozialwissenschaften. Münster: Aschendorff Verlag, S. 218–240.
- MIETH, DIETMAR (2002b): Was wollen wir können? Ethik im Zeitalter der Biomedizin. Freiburg im Breisgau: Herder.
- MIETH, DIETMAR (2006): Anwendung der Sozialprinzipien im Gesundheitswesen, Berlin (ICEP Arbeitspapiere, 2).
- MORRISON, ALAN D.; WILHELM, WILLIAM J. (2007): Investment Banking. Institutions, Politics and Law. Oxford: Oxford University Press.
- NELL-BREUNING, OSWALD V.; SACHER, HERMANN (1952): Berufsständische oder leistungsgemeinschaftliche Gesellschaftsordnung. In: Nell-Breuning, Oswald v.; Sacher, Hermann (Hg.): Wörterbuch der Politik. Gesellschaft - Staat - Wirtschaft - soziale Frage. Freiburg im Br.: Herder, S. 79–98.
- NEUS, WERNER (2005): Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht. 4. Auflage (neu bearbeitet). Tübingen: Mohr Siebeck.
- OFFE, CLAUS (2009): Von der Verflüchtigung einer bangen Hypothese. In: Blätter für deutsche und internationale Politik, H. 6, S. 42–45.
- OTT, KONRAD (1997): Ipso facto. Zur ethischen Begründung normativer Implikate wissenschaftlicher Praxis. Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- PELZMANN, LINDA (2010): Wirtschaftspsychologie. Behavioral Economics, Behavioral Finance, Arbeitswelt. 5., akt. u. erw. Aufl. Wien: Springer (Springers Kurzlehrbücher der Wirtschaftswissenschaften).
- PFEIFFER, HERMANNUS (2009): Krisengewinnler Ackermann. In: Blätter für deutsche und internationale Politik, H. 6, S. 16–19.
- PFUNDT, DIETER; ROSEN, RÜDIGER VON (2008): Kapitalmarkt im Wandel. Investment Banking am Finanzplatz Deutschland. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Dt. Aktieninstitut.
- PICKERT, MATTHIAS (01/2008): Der große Bluff des Jerome Kerviel. Der Skandal bei der Société Générale. In: CFD Journal, 01/2008, S. 49–50.
- RAMNATH, SUNDARESH; ROCK, STEVE; SHANE, PHILIP (2008): Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Trends and Suggestions for Further Research. In: International Journal of Forecasting, H. 24, S. 34–75.
- RAPPAPORT, ALFRED (1995): Shareholder value. Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- REITER, JOHANNES (2006): Bild und Sprache der Gentechnik. Zur Hermeneutik naturwissenschaftlicher Rede und Argumentation. In: Hilpert, Konrad; Mieth, Dietmar (Hg.): Kriterien biomedizinischer Ethik. Theologische Beiträge zum gesellschaftlichen Diskurs. Freiburg im Breisgau (Quaestiones disputatae), S. 337–353.
- SACHVERSTÄNDIGENGRUPPE "WELTWIRTSCHAFT UND SOZIALETHIK" (2001): Globale Finanzen und menschliche Entwicklung. Eine Studie der Sachverständigen-gruppe "Weltwirtschaft und Sozialethik" (2001). Bonn (Publikationen der wissenschaftlichen Arbeitsgruppe für weltkirchliche Aufgaben - Broschürenreihe, 12). Angeführt als Sachverständigen-gruppe.

- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2005): Jahresgutachten: 2005/06. Die Chance nutzen - Reformen mutig voranbringen. Stuttgart: Metzeler-Poeschel.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2008): Jahresgutachten: 2008/09. Die Finanzkrise meistern - Wachstumskräfte stärken. Paderborn: Bonifatius.
- SASSEN, SASKIA (2006): The Embeddedness of Electronic Markets: The Case of Global Capital Markets. In: Knorr Cetina, Karin; Preda, Alex (Hg.): The Sociology of Financial Markets. Oxford: Oxford Univ. Press, S. 17–37.
- SCHAMP, EIKE; RENTMEISTER, BERND; LO, VIVIEN (2003): Dimensionen der Nähe in wissens-basierten Netzwerken. Investment-Banking und Automobil-Entwicklung in der Metropolregion Frankfurt/Rhein Main. Frankfurt (IWSG Forschungsberichte, 11-2003).
- SCHIEPP, FRANK (2000): Die Projektfinanzierung. Teil III. 7.4. In: Obst, Georg; Hintner, Otto; Hagen, Jürgen von; Obst-Hintner (Hg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems. 40., völlig überarb. Aufl. / Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 986–999.
- SCHMIDT-BECK, KERSTIN (2007): Die Börsenkrise als Deutungskrise. Der Imperativ von Vorschau am Beispiel fundamentalanalytischer Wissenskultur. In: Langenohl, Andreas; Schmidt-Beck, Kerstin (Hg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg: Metropolis-Verlag, S. 149–186.
- SCHMIDT, REINHARD H. (2007): Die Betriebswirtschaftslehre unter der Dominanz der Finanzmärkte? In: zfbf (Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung), H. 56 (Sonderheft), S. 61–81.
- SCHULZ, WOLFGANG; HELD, THORSTEN (2002): Regulierte Selbstregulierung als Form modernen Regierens. Endbericht 2002. Hans-Bredow-Institut. Online verfügbar unter [http://www.hans-bredow-institut.de/webfm\\_send/53](http://www.hans-bredow-institut.de/webfm_send/53), zuletzt geprüft am 24.09.2009.
- SUEDDEUTSCHE.DE (13.10.2009): HSH Nordbank. Gezockt und verloren - mit Erlaubnis von Dr. No? Online verfügbar unter <http://www.sueddeutsche.de/finanzen/414/490787/text/>, zuletzt geprüft am 14.10.2009.
- SWEDBERG, RICHARD (2006): Conflicts of Interest in the US Brokerage Industry. In: Knorr Cetina, Karin; Preda, Alex (Hg.): The Sociology of Financial Markets. Oxford: Oxford Univ. Press, S. 185–203.
- WALTER, ULRICH; WELSCH, SYLVIA (2009): Chance für den Kreditderivatemarkt. Clearing von CDS über zentrale Gegenparteien. In: Finanzplatz, H. 6, S. 16–17.
- WIEMEYER, JOACHIM (2008): Krise der Finanzwirtschaft - Krise der sozialen Marktwirtschaft. Sozialethische Überlegungen. In: Konrad Adenauer Stiftung (Hg.): Lehren aus der Finanzmarktkrise. Ein Comeback der sozialen Marktwirtschaft. Band I: Ordnungspolitische und sozialethische Perspektiven. Berlin, S. 21–30.
- WINDOLF, PAUL (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus. In: Windolf, Paul (Hg.): Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 20–57.
- ZORN, DIRK; DOBBIN, FRANK; DIERKES, JULIAN; KWOK, MAN-SHAN (2006): Managing Investors: How Financial Markets Reshaped the American Firm. In: Knorr Cetina, Karin; Preda, Alex (Hg.): The Sociology of Financial Markets. Oxford: Oxford Univ. Press, S. 269–289.