



# Insiderhandel mit Aktien

Ein neuer Blick auf die ethische Beurteilung

Beschränkungen des Insiderhandels wurden in den 90er Jahren zum Markenzeichen einer soliden Regulierung der Kapitalmärkte. In diesem Beitrag werden vier Formen von Insidertransaktionen mit Aktien unterschieden. Während es leicht ist, ethische Argumente zu finden, die für das Verbot von drei dieser Typen sprechen, fällt dies beim Insiderhandel im engen Sinne schwer. Gesetzliche Einschränkungen lassen sich hier nur mit negativen Auswirkungen dieser Transaktionen auf die Marktmoral begründen. Das ist aber ein Problem, das es in der gleichen Weise auch bei Aktienoptionsplänen gibt.



Luc Van Liedekerke



Peter-Jan Engelen

Skandale wegen Insiderhandels mit Aktien beschäftigen immer wieder die Medien der Industrieländer. In einen der jüngsten Fälle ist die Geschäftsführung des überwiegend deutsch-französischen Unternehmens EADS verwickelt. Dabei geht es darum, dass zahlreiche Manager des Unternehmens ihre Aktienoptionen verkauft hatten, weil sie wussten, dass bald der Wert der Aktien wegen der verzögerten Auslieferung des A380-Riesenflugzeugs einbrechen würde. Käufer dieser Optionen war damals eine staatseigene französische Bank, die auf Darlehen im Sozialbereich spezialisiert ist. Durch den Skandal wird die gesamte Problematik des Insiderhandels deutlich: Unternehmens-Insider, die ihren „Job nicht gut gemacht“ haben, wussten um drohende negative Schlagzeilen über das Unternehmen und wurden am Aktienmarkt aktiv, um für sich selbst einen finanziellen Verlust zu vermeiden. Etwa zur gleichen Zeit mussten die Beschäftigten schmerzhaft Maßnahmen hinnehmen; Personal wurde entlassen oder muss-

te Einkommenseinbußen hinnehmen. Aufgeladen wurde der Verlust obendrein einem staatseigenen Unternehmen, das zum Ziel hat, Benachteiligte zu unterstützen. Eine Welle der Enttäuschung ging durch Westeuropa. Durch diesen Insiderhandel trat die unschöne Seite der Finanzmärkte offen zu Tage. Die Verärgerung ist verständlich und berechtigt. Zugleich aber, so wird in diesem Beitrag deutlich werden, fällt es schwer, ein wasserdichtes ethisches Argument gegen die Praxis des Insiderhandels als solchen zu finden.

Nach einem historischen Rückblick und einer ersten Klärung des Begriffs führen wir zwei wichtige Unterscheidungen ein, mit deren Hilfe das Problem des reinen Insiderhandels von anderen problematischen Finanzpraktiken, mit denen dieser häufig verbun-

den ist, isoliert werden soll. Anschließend untersuchen wir ethische Gründe, die für ein gesetzliches Verbot des Insiderhandels ins Feld geführt werden – und zwar drei konsequentialistische und vier nicht-konsequentialistische Gründe<sup>1</sup>. Unser Beitrag schließt mit einem kurzen Fazit.

## Historischer Rückblick

Regelungen zur Beschränkung des Insiderhandels entstanden auf den US-amerikanischen Finanzmärkten in Folge der Finanzkrise der 30er Jahre. 1934 stimmte der Kongress dem Börsenaufsichtsgesetz („Securities and Exchange Act“) zu, in dem ausdrücklich Insiderhandel verboten wurde (§ 10b). 1942 wurde die Regelung überarbeitet, 1947

<sup>1</sup> In konsequentialistischen Ansätzen der Ethik sind für die ethische Bewertung einer Handlung ausschließlich deren Folgen relevant. Viele Autoren haben bei der Rede von konsequentialistischer Ethik die Tradition des Utilitarismus vor Augen. In nicht-konsequentialistischen Ansätzen der Ethik entscheiden (je nach Sprachgebrauch) auch, vorwiegend oder ausschließlich andere Aspekte über die ethische Qualität einer Handlung, z. B. die gute Absicht des Handelnden oder die Entsprechung der Handlung zu Normen, die als unbedingt angenommen werden (die Übersetzer).