

# Schnittstellen von Medizinrecht und Kapitalmarktrecht

*Christian Schröder/Rolf Sethe*

## I. Einleitung

Mit der ihm eigenen Zurückhaltung hat *Gerfried Fischer* eine Festschrift weit im Vorfeld des zu bejubelnden 70. Geburtstags abgelehnt. Wenn seine Freunde und Kollegen dennoch heimlich zur Tat schreiten, belegt dies, dass sie die mit einer Festschrift einhergehenden Mühen ausschließlich um der Verbundenheit mit der Person *Gerfried Fischer* willen auf sich nehmen und nicht, um berufsbedingte Pflichten zu erfüllen oder um Traditionen fortzusetzen.

Uns ist es eine große Freude, *Gerfried Fischer* zu ehren, denn wir schätzen ihn in vielerlei Hinsicht. Bestechend sind vor allem seine persönliche Geradlinigkeit, sein Humor und die bereits erwähnte Bescheidenheit. Fischer war ein Garant für hervorragende Lehrveranstaltungen und für eine wohlorganisierte sowie freundschaftlich verbundene Zivilrechtssäule. Das große Maß an Verbundenheit mit seinen Kollegen zeigt sich auch daran, dass *Gerfried Fischer* seit seiner Pensionierung auf Wunsch der Fakultät immer noch regelmäßig Vorlesungen übernimmt. Neben diesen persönlichen Eindrücken ist uns eine fachliche Eigenschaft des Jubilars in besonderer Erinnerung, nämlich wie schnell und präzise er in Argumentationen Schwachstellen entdecken und überzeugende Alternativen entwickeln kann. Aus diesem Grund wäre es dem Mitverfasser *Sethe* ein besonderes Anliegen gewesen, an dieser Stelle an seine erste Begegnung mit dem Jubilar im Jahre 2002 anzuknüpfen und ihm einen Beitrag mit dem Titel „Der lästige Kleinaktionär“ zu widmen. Da sich diese Festschrift jedoch auf das Medizinrecht konzentriert, muss dieses Vorhaben auf das nächste Jubiläum verschoben werden. Stattdessen sollen im Folgenden die nicht weniger spannenden Berührungspunkte von Medizinrecht, Kapitalmarktrecht und Kapitalmarktstrafrecht angesprochen werden.

Diese ergeben sich, wenn Pharmaunternehmen, Medizingerätehersteller oder Kliniken sich an den Kapitalmarkt wenden. An dieser Stelle soll es nur um Pharmaunternehmen gehen, die im Inland und teilweise zusätzlich auch im Ausland börsennotiert sind. Beispielhaft genannt seien die deutschen Pharmaunternehmen Bayer AG (Deutschland, Schweiz, Spanien sowie Großbritannien)<sup>1</sup>, BASF SE (Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA)<sup>2</sup>, Merck KGaA

---

1 Bayer AG, Investor Relations: Aktie – Listing und Kennzahlen – Börsenplätze, abrufbar im Internet: <http://www.investor.bayer.de/aktie/listing-und-kennzahlen/boersenplaetze> (Stand: 04.05.2010).

2 BASF AG, Die BASF-Aktie, abrufbar im Internet: <http://www.basf.com/group/corporate/de/investor-relations/share> (Stand: 04.05.2010).

(Deutschland)<sup>3</sup> und Stada Arzneimittel AG (Deutschland)<sup>4</sup>. Diese Unternehmen unterliegen daher den kapitalmarktrechtlichen Ge- und Verboten. Macht ein solches Unternehmen eine bedeutende Erfindung oder wird es in einen Arzneimittelskandal verwickelt, stellt sich die Frage, ob diese Ereignisse kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten auslösen und in welchen Konstellationen das Verbot des Insiderhandels Anwendung findet. Da auch das Arzneimittelrecht eigenständige Publizitätspflichten kennt, ist zu klären, ob diese Vorgaben die kapitalmarktrechtlichen Pflichten verändern oder überlagern. Die aufgeworfenen Fragen betreffen den Emittenten und die innerhalb von dessen Sphäre tätigen Mitarbeiter und Organmitglieder.

Eine zweite Schnittstelle betrifft Konstellationen, die außerhalb der Sphäre des Emittenten angesiedelt sind, ihn aber unmittelbar betreffen. In Bezug auf die Zulassung neuer Medikamente stellt sich nämlich die Frage, ob die Erteilung oder Versagung einer Genehmigung, die durchaus im Einzelfall Kursrelevanz haben wird, einen ad-hoc-publizitätspflichtigen Umstand darstellt. Weiterhin ist zu klären, ob die eingeschalteten Behördenvertreter und Mitglieder der in das Zulassungsverfahren eingebundenen Ethikkommission dem Insiderrecht unterfallen. Eine dritte Schnittstelle schließlich offenbart sich bei der Frage, ob in Ad-hoc-Meldungen auch höchstpersönliche Umstände, wie Krankheiten, zu offenbaren sind.

Im Folgenden werden die einzelnen geschilderten Ereignisse auf ihre kapitalmarktrechtliche Relevanz und die daran geknüpften Folgen untersucht (IV.). Zunächst sollen jedoch die Grundlagen des Insiderrechts (II.) und der Ad-hoc-Publizität (III.) in einem Überblick dargestellt werden, um die problematischen Tatbestandsmerkmale zu identifizieren.

## II. Das Insiderhandelsverbot

### 1. *Ratio des Insiderhandelsverbots*

Das Verbot von Insidergeschäften wird herkömmlich auf die Erwägung gestützt, dass derartige Geschäfte das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte erschüttern und die Chancengleichheit der Marktteilnehmer verletzen. Insiderhandel stellt damit eine Gefahr für die institutionelle Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten dar.<sup>5</sup> Neuere ökonomische Untersuchungen belegen, dass Kapitalmärkte effizienter funktionieren und liquider sind, wenn sie über ein

---

3 Merck KGaA, Merck Share & Bonds, abrufbar im Internet: [http://www.merck.de/en/investors/merck\\_share\\_and\\_bonds/merck\\_share\\_and\\_bonds.html](http://www.merck.de/en/investors/merck_share_and_bonds/merck_share_and_bonds.html) (Stand: 04.05.2010).

4 Stada Arzneimittel AG, Übersicht – Informationen zum Unternehmen, abrufbar im Internet: <http://www.stada.de/unternehmen> (Stand: 04.05.2010).

5 Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 2; Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, 6. Aufl. 2006, § 32 IV = S. 478. Diese Position ist allerdings nicht unstrittig, vgl. Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2010, Rn. 109; Sethe, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 12 Rn. 6 m.w.N.

wirksames Insiderrecht verfügen.<sup>6</sup> Zudem ist zu bedenken, dass den Kapitalmärkten neben der Kapitalallokation eine weitere Funktion zukommt. Der Staat zieht sich zusehends aus der sozialen Daseinsvorsorge zurück.<sup>7</sup> Der Einzelne ist aufgerufen, selbst vorzusorgen. Dann ist es geboten, möglichst vertrauenswürdige und transparente Kapitalmärkte zu schaffen, da die der Vorsorge dienenden Mittel (z.B. in Gestalt der „Riester-Rente“) zu großen Teilen genau dorthin fließen. Der Staat sollte sich nicht mit einem Abbau von staatlicher Vorsorge begnügen, ohne sich um rechtliche Voraussetzungen zu bemühen, die es dem Bürger erlauben, die fortan bei ihm liegende Verantwortung in einem vertrauenswürdigen Umfeld wahrzunehmen<sup>8</sup>.

Kern des Insiderrechts ist das in den §§ 38 Abs. 1, 39 Abs. 2 Nrn. 3, 4 WpHG i.V.m. § 14 Abs. 1 WpHG niedergelegte Insiderhandelsverbot. Nach h.M. soll es sich um ein abstraktes Gefährungsdelikt handeln.<sup>9</sup> Personen, die über eine Insiderinformation i.S.d. § 13 WpHG verfügen, ist es verboten, unter Verwendung dieser Information Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern (Verwendungsverbot – § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Weiterhin ist es ihnen untersagt, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen (Weitergabeverbot – § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Schließlich dürfen sie nicht einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu verleiten (Empfehlungs- und Verleitungsverbot – § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG). Diese drei Begehungsformen werden an späterer Stelle auf die eingangs geschilderten Sachverhaltskonstellationen angewendet. Zunächst ist jedoch zu klären, ob die Tatbestandsvoraussetzungen vorliegen.

---

6 Beny, Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate, *The Journal of Corporation Law* 33 (2007), 237; Cheng/Firth/Leung/Rui, The effects of insider trading on liquidity, *Pacific-Basin Finance Journal* 14 (2006), 467; anders aber die Ergebnisse von Cao/Field/Hanka, Does Insider Trading Impair Market Liquidity?, *Evidence from IPO-Lockup Expirations*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (2004), 25.

7 Ausführlich Schröder, *Handbuch Kapitalmarktstrafrecht* (Fn. 5), Rn. 109.

8 Aus diesem Grund war es auch fraglich, ob die über lange Jahre sehr niedrige Ausgestaltung der gesetzlichen Einlagensicherung verfassungsgemäß war und ist, dazu Sethe, Die Verfassungsmäßigkeit des Haftungsausschlusses für fehlerhafte Bankaufsicht, FS Hopt (im Erscheinen).

9 Hilgendorf, in: Park, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2. Aufl. 2008, Teil 3 Kap. 3 T1 Rn. 195; Schwark, in: Schwark, *KMRK*, 3. Aufl. 2004, § 14 WpHG Rn. 25; Schäfer, in: Schäfer/Hamann, *Kapitalmarktgesetze*, 2. Aufl. 2006 (Stand: 3. Lfg. 01/2008), § 14 WpHG Rn. 16; Vogel, in: Assmann/Schneider, *WpHG*, 5. Aufl. 2009, § 38 Rn. 2.

## 2. *Insiderpapiere*

Das Insiderhandelsverbot erfasst nur die in § 12 WpHG genannten Insiderpapiere. Hierunter sind alle Finanztitel zu verstehen, die als Finanzinstrumente i.S.d. § 2 Abs. 2b WpHG gelten und die zusätzlich eine der Voraussetzungen des § 12 S. 1 Nrn. 1 bis 3 WpHG erfüllen.<sup>10</sup> Die eingangs genannten Aktien der Pharmaunternehmen erfüllen diese Voraussetzung.

## 3. *Insiderinformation*

Dem Insiderhandelsverbot unterliegen nur Personen, die über eine Insiderinformation verfügen. Als solche gilt nach § 13 Abs. 1 WpHG jede konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.

### a) *Konkrete Information*

§ 13 Abs. 1 WpHG verlangt eine konkrete Information. Mit diesem Tatbestandsmerkmal setzt der deutsche Gesetzgeber den Begriff der „präzisen Information“ des Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 UAbs. 1 der Marktmissbrauchs-Richtlinie<sup>11</sup> um. Dieser ist seinerseits in Art. 1 Abs. 1 der Durchführungs-Richtlinie 2003/124/EG<sup>12</sup> definiert. Eine Information ist als präzise anzusehen, „wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird, und diese Information darüber hinaus spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf mögliche Auswirkungen dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt.“ Damit setzt die Durchführungs-Richtlinie zwei Elemente voraus, um eine Information als präzise einzustufen. (1) Es muss sich um einen Umstand oder ein Ereignis handeln, der bzw. das bereits eingetreten ist oder – bei einem zukunftsbezogenen Umstand oder Ereignis – bei dem eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für dessen Eintritt besteht. (2) Der Umstand oder das Ereignis muss sich auf den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente beziehen. Mit

---

10 Sethe (Fn. 5), Rn. 14 ff.

11 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L 96 v. 12.04.2003, S. 16. Die insiderrechtlichen Vorgaben der Richtlinie schildern Leppert/Stürwald, ZBB 2002, 90 ff.

12 Richtlinie 2003/124/EG der Kommission v. 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 70.

Hilfe dieser beiden Tatbestandsmerkmale scheidet man allgemeine Marktinformationen (z.B. Lohnerhöhungen, Steuererhöhungen) aus, denen der spezielle Emittentenbezug fehlt. Mit Hilfe des Merkmals „konkret“ werden weiterhin Hoffnungen, unsichere Prognosen und Gerüchte aus dem Tatbestand der Insiderinformation ausgeschieden. Für das vorliegende Thema lässt sich an dieser Stelle bereits festhalten, dass die Entdeckung eines neuen Wirkstoffes oder die Entwicklung eines neuen Medikaments nur dann eine Insiderinformation darstellt, wenn die Erfindung bereits erfolgt oder ganz überwiegend wahrscheinlich ist. Eine bloße Idee oder vage Hoffnung ist noch nicht hinreichend konkret. Vergleichbar ist die Lage in Bezug auf einen Arzneimittelskandal oder Haftpflichtprozess. Beides muss eingetreten sein oder der Eintritt muss hinreichend wahrscheinlich sein.

*b) Nicht öffentlich bekannte Information*

Eine Information stellt nur solange eine Insiderinformation dar, als sie nicht öffentlich bekannt ist (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpHG). Mit ihrer Veröffentlichung verliert sie ihre Eigenschaft als Insiderinformation. Der Gesetzgeber des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes hat sich für das Konzept der sog. Bereichsöffentlichkeit entschieden.<sup>13</sup> Eine Information ist danach öffentlich bekannt, wenn es einer unbestimmten Anzahl von regelmäßigen Marktteilnehmern möglich ist, von ihr Kenntnis zu nehmen. Es ist daher nicht erforderlich, dass die Information an die breite Öffentlichkeit gerichtet wird. Vielmehr reicht es aus, wenn sie den engeren Kreis regelmäßiger Marktteilnehmer erreicht. Die Information muss in ihrer ganzen Tragweite öffentlich bekannt sein, um den Charakter als Insiderinformation zu verlieren. So kann ein an sich öffentlich bekannter Sachverhalt trotzdem eine Insiderinformation darstellen, wenn wesentliche Auswirkungen der Tatsache auf das Unternehmen der Öffentlichkeit bislang unbekannt geblieben sind.<sup>14</sup>

*c) Emittenten- oder Insiderpapierbezug der Information*

Weitere Voraussetzung des Insiderinformationsbegriffs ist, dass sich die Information auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst bezieht. Nach Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 UAbs. 1 der Marktmiss-

---

13 RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46. An dieser Rechtslage hat das Anlegerschutzverbesserungsgesetz nichts geändert. Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden (Stand des Leitfadens 20.05.2009, Stand der Passagen zum Insiderrecht 15.07.2005), S. 32; Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 36; Mennicke/Jakovou, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 13 Rn. 81; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 749; Nack, in: Müller-Gugenberger/Bieneck, Wirtschaftsstrafrecht, 4. Aufl. 2006, § 69 Rn. 10; Schwintek, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005, S. 20; anders offenbar Kübler/Assmann (Fn. 5), § 32 IV = S. 481.

14 Schröder, Aktienhandel und Strafrecht, 1. Aufl. 1994, S. 136, der das Beispiel des öffentlich bekannten Werksbrandes schildert, bei dem das Publikum nicht weiß, dass die Werkhalle nicht versichert war.

brauchs-Richtlinie ist dabei sowohl der unmittelbare als auch der mittelbare Emittenten- oder Insiderpapierbezug ausreichend. Der deutsche Gesetzgeber hat dies im Wortlaut des § 13 WpHG zwar nicht zum Ausdruck gebracht, wollte aber ausweislich der Gesetzgebungsmaterialien die Vorgaben der Richtlinie einhalten.<sup>15</sup> Deshalb ist es unstreitig, dass auch der bloß mittelbare Bezug der Information auf den Emittenten oder die Insiderpapiere ausreicht.<sup>16</sup> Unmaßgeblich ist die Quelle der Information. Sie kann im Unternehmensbereich des Emittenten (z.B. Mitteilung des Vorstands über eine Erfindung) oder außerhalb desselben liegen (z.B. Bekanntgabe eines behördlichen Rückrufs eines Medikaments).<sup>17</sup> Der Inhalt der Nachricht kann im Unternehmen entstanden sein (z.B. Anmeldung eines neuen Patents) oder außerhalb des Unternehmens (z.B. Nachricht über staatsanwaltliche Ermittlungen gegen den Vorstand). Die Übergänge zwischen dem Emittentenbezug und dem Insiderpapierbezug sind fließend, da eine den Emittenten betreffende Nachricht immer auch den Kurs des Finanzinstruments beeinflussen wird. Umgekehrt kann die von einem Analysten für die Aktie des Emittenten abgegebene Kaufempfehlung auch als positive Bewertung der Ertragslage des Unternehmens angesehen werden, womit sie auch Emittentenbezug aufweist.<sup>18</sup>

#### 4. *Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung*

##### a) *Überblick*

Die Insiderinformation muss geeignet sein, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Das Tatbestandsmerkmal dient dazu, Bagatellfälle auszusondern.<sup>19</sup> Nur wenn sich der Insider nennenswerte Sondervorteile verschaffen will,<sup>20</sup> soll dies strafrechtlich relevant sein.<sup>21</sup> Eine Geeignetheit zur erheblichen Kursbeeinflussung nimmt das

15 RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

16 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 32; Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 43; Claussen/Florian, AG 2005, 745, 749; Mennicke/Jakovou, in: Fuchs (Fn. 13), § 13 Rn. 104; Simon, Der Konzern 2005, 13, 14; Schwintek (Fn. 13), S. 21.

17 Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 44; Assmann, AG 1994, 237, 242; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn. 16.84 ff.

18 Schwark (Fn. 9), § 13 WpHG Rn. 41.

19 Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 5), Rn. 184 ff.

20 Denn der Vorsatz oder die Leichtfertigkeit des Täters muss sich auch auf die Erheblichkeit erstrecken, vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 52; Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 17; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 2002, Rn. 10.36; Loeische, Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung in den Insiderhandelsverboten des Wertpapierhandelsgesetzes, Diss. Gießen 1998, S. 222 ff.; Schröder, in: Achenbach/Ransiek, Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 2. Aufl. 2008, X 2, Rn. 196; a.A. allein Hirte, in: Bankrechtstag 1995, S. 47, 80 f. (objektive Bedingung der Strafbarkeit).

21 RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46 f.; BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 33; Assmann, AG 1994, 237, 244; Caspari, ZGR 1994, 530, 542; Gehrt, Die neue

Gesetz dann an, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (§ 13 Abs. 1 S. 2 WpHG). Das Tatbestandsmerkmal der Kurserheblichkeit lässt sich gedanklich in zwei Elemente teilen, nämlich die „Eignung zur Kursbeeinflussung“ und die „Erheblichkeit“. Dem ersten Element der Geeignetheit kommt keine große Bedeutung zu. Es verdeutlicht lediglich, dass die Prüfung ex ante zu erfolgen hat und es bei Bekanntwerden der Information nicht tatsächlich zu einem erheblichen Kursauschlag gekommen sein muss. Im Übrigen setzt bereits das Tatbestandsmerkmal der „konkreten Information“ voraus, dass der Umstand oder das Ereignis sich auf den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente bezieht (s.o.). Die generelle Eignung der Information zur Kursbeeinflussung wird daher schon bei der Frage, ob eine konkrete Information vorliegt, geprüft. Große Bedeutung hat das zweite Element, also die Feststellung, ob die Information im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs des Insiderpapiers erheblich beeinflussen kann.<sup>22</sup> Aufgrund der Vorgaben von Art. 1 Abs. 2 der Durchführungs-Richtlinie 2003/124/EG ist entscheidend, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Abzustellen ist dabei auf einen objektiven Maßstab. Es kommt also darauf an, ob die fragliche Information im Zeitpunkt des Handelns des potenziellen Insiders objektiv ex ante kurserheblich war und nicht darauf, ob der konkret Handelnde die Information für kurserheblich hielt oder sich hierüber überhaupt Gedanken machte. Diese Aspekte spielen allein auf der subjektiven Tatseite eine Rolle. Fehlt es etwa objektiv an der Erheblichkeit, meint der Handelnde aber, die Information sei kurserheblich, kommt ein Versuch des Insiderhandels in Betracht (§ 38 Abs. 3 WpHG).

Auch wenn im Grundsatz Einigkeit besteht, dass der Maßstab ein objektiver sein muss und es daher auf einen verständigen Anleger ankommt, herrscht doch Uneinigkeit darüber, was genau darunter zu verstehen ist. Zunächst hatte man in Anlehnung an § 264a StGB einen „durchschnittlichen verständigen Anleger“<sup>23</sup> vor Augen. Dabei stellte sich jedoch rasch heraus, dass die Definition sich in der Praxis nicht handhaben ließ, denn sie setzte voraus, dass man abstrakt-generell ermitteln konnte, über welches „Weniger“ an Börsenwissen der durchschnittli-

---

Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, 1997, S. 152; Immenga, ZBB 1995, 197, 203; Loesche (Fn. 20), S. 107 ff.; Pananis, Insidertatsache und Primärinsider, 1998, S. 104, 115; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl. 2009, § 13 Rn. 21; Schäfer (Fn. 9), § 13 WpHG Rn. 53; Martin Weber, NJW 1994, 2849, 2852 f.

22 So auch die Einschätzung von Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 50.

23 So Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 1. Aufl. 1995, § 13 Rn. 65 a.E.; Caspari, ZGR 1994, 530, 540; Dickersbach, Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des Europäischen Gemeinschaftsrechtes, Diss. FU Berlin 1995, S. 170; Hammen, in: Hellner/Steuer, Bank und Bankpraxis, Rn. 7/717; Pananis (Fn. 21), S. 112 ff.; kritisch Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 5), Rn. 180 ff.

che Anleger im Gegensatz zum Börsenfachmann verfügt. Daher besteht heute Einigkeit, dass auf einen „verständigen, mit den Marktgegebenheiten vertrauten und mit Kenntnis aller verfügbaren Informationen ausgestatteten Anleger“ abzustellen ist.<sup>24</sup> Denn über dieses Wissen verfügt auch ein Sachverständiger, so dass dieser keine andere als die eigene Perspektive bei der Ermittlung der maßgeblichen Fakten einnehmen muss. Ob der potenzielle Täter über dieses Wissen dann tatsächlich verfügte, ist wiederum eine Frage der subjektiven Tatseite, so dass dem Tatverdächtigen durch das Abstellen auf das Wissen eines sachverständigen Anlegers kein Nachteil entsteht.

b) *Konkrete Feststellung der Erheblichkeit*

Es ist – wie bereits festgestellt – entscheidend, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Das ist nach Ansicht der BaFin dann der Fall, wenn ein Kauf- oder Verkaufsanreiz gegeben ist und das Geschäft dem verständigen Anleger lohnend erscheint. Danach scheiden solche Fälle aus, in denen die Verwertung einer nicht öffentlich bekannten Information von vornherein keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil verspricht und damit kein Anreiz besteht, die Information zu verwenden.<sup>25</sup> Assmann weist zutreffend darauf hin, dass diese Eingrenzung allein nicht ausreichend ist. Denn dem Anleger wird auch dann eine Insiderinformation als vorteilhaft erscheinen, wenn sie zwar keine erheblichen Kursausschläge verursacht, der minimale Ausschlag aber einen sicheren Gewinn verspricht. Daher fordert er zu Recht, dass der Vorteil, um dessentwillen der Anleger die Information für sich nutzt, kausal auf einer erheblichen Kursbewegung beruhen muss.<sup>26</sup> Es reicht also nicht aus, wenn ein sicherer, aber nur auf einer minimalen Kursbewegung beruhender Gewinn zu erwarten ist.

Ob eine konkrete Information geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen, ist im Wege einer Prognose zu ermitteln. Eine solche Prognose erfolgt regelmäßig im Rahmen von Ermittlungen aufgrund des Verdachts des Insiderhandels und findet damit naturgemäß erst nachträglich statt. Die Prognose ist auf den Moment zu beziehen, an dem sich das als mögliches Insiderhandeln in Betracht kommende Verhalten ereignete.<sup>27</sup> Es ist zu beurteilen, ob ein verständiger Anleger zu dieser Zeit in der Position des Verdächtigen ex ante davon ausgehen konnte, dass die

---

24 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 33 („aus Sicht eines verständigen Anlegers, der zum Zeitpunkt seines Handelns alle verfügbaren Informationen kennt“); Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 57 f.; Hilgendorf, in: Park (Fn. 9), Teil 3 Kap. 3 Rn. 106; Mennicke/Jakovou, in: Fuchs (Fn. 13), § 13 Rn. 141.

25 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 33.

26 Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 66; ähnlich nun auch Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 5), Rn. 188b; anders Mennicke/Jakovou, in: Fuchs (Fn. 13), § 13 Rn. 164.

27 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 33.

konkrete Information im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens geeignet war, den Kurs des Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen. Dabei sind alle zum fraglichen Zeitpunkt bekannten Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen, also die damalige Marktlage, die Volatilität des Finanzinstruments, der damalige branchenspezifische und allgemeine Börsentrend sowie die Zeitspanne zwischen Entstehen der Information und deren Veröffentlichung. Für die Beurteilung der Kurserheblichkeit kann es folglich nicht darauf ankommen, ob sich der Kurs des Insiderpapiers, nachdem die Information öffentlich bekannt wurde, tatsächlich verändert hat oder nicht. So kann eine Kursbewegung etwa deshalb eingetreten sein, weil der Markt sich allgemein in eine bestimmte Richtung entwickelt hat. Nur wenn eine erhebliche Kursbewegung eingetreten ist und keine anderen Umstände als das öffentliche Bekanntwerden der Information als Ursache dafür in Frage kommen, liegt ein gewichtiges Indiz für die Kurserheblichkeit vor.<sup>28</sup> Ein zwingender Zusammenhang zwischen Information und Kursbewegung ist allerdings auch in diesem Fall nicht gegeben, denn es kann ja sein, dass die Information ex ante als nicht erheblich einzuschätzen war und sich überraschenderweise doch als kurserheblich entpuppt. Mehr als ein Indiz kann die nachträgliche Kursbewegung daher nicht sein. Die Strafverfolgungsbehörden müssen also beweisen, dass die Kursbewegung nicht auf andere Ursachen zurückzuführen ist und ein verständiger Anleger in der Situation des potenziellen Insiders die Information auch als kurserheblich einstufen musste.

### III. Die Ad-hoc-Publizität

#### 1. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht

Ein Inlandsemittent von Finanzinstrumenten muss Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen (§ 15 Abs. 1 S. 1 WpHG). Ziel dieser Vorschrift ist es, eine zutreffende Preisbildung auf den Kapitalmärkten zu ermöglichen und Insiderhandel zu verhindern, indem die Information möglichst frühzeitig publiziert wird und so ihren Charakter als Insiderinformation verliert.<sup>29</sup> Der Streit darüber, ob auch die informationelle Chancengleichheit und damit der einzelne Anleger geschützt sein sollen,<sup>30</sup> spielt für die hier anzusprechenden Fragen keine Rolle und kann dahinstehen.

---

28 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 33.

29 Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 15 Rn. 29.

30 So Maier-Reimer/Paschos, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, Handbuch Kapitalmarktinformation, 2. Aufl. 2008, § 29 Rn. 57; Möllers/Leisch, in: KölnKomm. WpHG, 2007, §§ 37b, c Rn. 10, 260; Hellgardt, Kapitalmarktdelikttsrecht, 2008, S. 258; Rimbeck, Rechtsfolgen fehlerhafter Ad-hoc Mitteilungen im deutschen und US-amerikanischen Recht, 2005, S. 149; Sethe, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), §§ 37b, 37c Rn. 9; a.A. Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 15 Rn. 27; Zimmer, in: Schwark (Fn. 9), § 15 WpHG Rn. 8 ff.

In Bezug auf den Begriff der Insiderinformation knüpft die Ad-hoc-Publizität an die Definition in § 13 WpHG an, so dass auf die oben gemachten Ausführungen (II. 3.) verwiesen werden kann. Die Reichweite der Ad-hoc-Publizität ist jedoch insofern enger als die des Insiderhandelsverbots, als § 15 WpHG fordert, dass die Insiderinformation den Emittenten unmittelbar betreffen muss. Die bloße mittelbare Betroffenheit reicht also nicht aus. Mit diesem Tatbestandsmerkmal wird außerdem verdeutlicht, dass § 15 WpHG nur Informationen erfasst, die den Emittenten selbst und nicht nur die von ihm emittierten Finanzinstrumente betreffen.<sup>31</sup>

Ein weiterer Unterschied ergibt sich daraus, dass die Ad-hoc-Publizität in Bezug auf die erfassten Finanzinstrumente nicht auf den Begriff des Insiderpapiers in § 12 WpHG, sondern auf die allgemeine Definition der Finanzinstrumente in § 2 Abs. 2b WpHG zurückgreift. Auch diese Unterschiede können vorliegend außer Betracht bleiben, da sie sich auf die hier untersuchten Fragen nicht auswirken, denn alle genannten Pharmaunternehmen sind an einem regulierten Markt zugelassen.

## 2. *Die Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Weitergabe*

Gibt der Emittent oder eine Person, die in seinem Auftrag oder auf seine Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem Dritten Insiderinformationen weiter oder macht sie einem Dritten zugänglich, muss er sie gemäß § 15 WpHG publizieren (§ 15 Abs. 1 S. 4 WpHG). Erfolgt die Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insiderinformation unwissentlich, so ist die Ad-hoc-Publizitätspflicht unverzüglich nachzuholen (§ 15 Abs. 1 S. 4 WpHG). Das Gesetz sieht für beide Fälle eine Ausnahme vor, wenn die unwissentliche oder wissentliche Weitergabe an einen Dritten erfolgt, der rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. Diese Ausnahme wird für Pharmaunternehmen im Zusammenhang mit der Einschaltung von Rechtsanwälten oder Patentanwälten und u.U. auch in der Phase klinischer Erprobung relevant.

## 3. *Die Befreiungsmöglichkeit*

Das Gesetz gewährt dem Emittenten die Möglichkeit, die Veröffentlichung einer ad-hoc-publizitätspflichtigen Information aufzuschieben, wenn es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann (§ 15 Abs. 3 WpHG). Um die Ausnahme in Anspruch nehmen zu können, bedarf es heute keiner Befreiungsentscheidung der BaFin mehr. Vielmehr ist der Emittent kraft Gesetzes befreit, sobald die Voraussetzungen von § 15 Abs. 3 WpHG vorliegen. Fraglich ist allerdings, ob es sich bei § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG um eine Legalausnahme handelt, die bereits eingreift, wenn die gesetzlichen Voraussetzungen objektiv vorliegen, oder ob ein Auf-

---

31 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 53.

schub der Veröffentlichung nur zulässig ist, wenn der Emittent hierüber eine eigenverantwortliche Entscheidung getroffen hat. Da die BaFin einen sorgfältigen Umgang mit Insiderinformationen und deren Dokumentation fordert, legt sie unter Rückgriff auf § 8 Abs. 5 WpAIV den Befreiungstatbestand dahingehend aus, dass eine bewusste Entscheidung des Vorstands getroffen worden sein muss.<sup>32</sup> Hiergegen werden zu Recht gewichtige Bedenken geltend gemacht,<sup>33</sup> doch muss aus Platzgründen eine vertiefte Auseinandersetzung mit dieser Frage unterbleiben.

Die Möglichkeit des Aufschubs der Veröffentlichung einer Insiderinformation bezieht sich nur auf die Veröffentlichungspflicht nach § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG, nicht aber auf die Veröffentlichungspflichten nach § 15 Abs. 1 Satz 4 und 5 WpHG.<sup>34</sup>

#### **IV. Medizinrechtlich relevante Sachverhalte**

##### *1. Die Entwicklung neuer Medikamente*

##### *a) Die Erfindung/Entdeckung als Insiderinformation*

Die Forschungs- und Entwicklungsabteilungen der Pharmaunternehmen sind stets bestrebt, neue Wirkstoffe oder Wirkstoffkombinationen für Medikamente zu entwickeln bzw. zu entdecken. Wird im Labor eine solche Entdeckung gemacht, handelt es sich zweifellos um eine konkrete Information i.S.d. Insiderrechts. Da sie aus dem Unternehmen stammt, bezieht sie sich auch unmittelbar auf dieses.

Es handelt sich regelmäßig auch um eine nicht öffentlich bekannte Information, also einen der Bereichsöffentlichkeit bislang unbekanntem Umstand, denn die Neuheit ist gerade Kennzeichen von Erfindungen oder Neuentwicklungen. Zur Klarstellung sei aber betont, dass der Neuheitsbegriff des Patentrechts und der Begriff der nicht öffentlichen Information keineswegs deckungsgleich sein müssen. Zudem kommt es für § 13 WpHG nicht darauf an, ob es sich um ein Betriebs- oder Geschäftsgeheimnis handelt.<sup>35</sup> Da für die Frage, ob etwas öffentlich ist, darauf abzustellen ist, ob die Allgemeinheit, zumindest aber die Bereichsöffentlichkeit, die Information kennt, reicht die bloße Veröffentlichung wissenschaftlicher Forschungsergebnisse in Fachkreisen nicht aus.

Zweifel an der nicht öffentlichen Bekanntheit tauchen auf, wenn ein europäisches Pharmaunternehmen einen Wirkstoff vermarktet, der in anderen Teilen der Erde bereits als Medikament anerkannt ist. Beispiel für eine solche Konstellation ist der gerade geführte Streit um die Patentierbarkeit von Pelargonium sidoides-Extrakten, die Bestandteil des hierzulande unter dem Namen Umcka-

---

32 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 65.

33 Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 15 Rn. 165a ff.

34 Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 15 Rn. 130.

35 Mennicke/Jakovou, in: Fuchs (Fn. 13), § 13 Rn. 78.

loabo vertriebenen Erkältungsmittels sind.<sup>36</sup> Nach Auffassung der Patentgegner ist hier traditionelles Wissen aus dem südlichen Afrika wiederverwendet worden, so dass dem Patent die Neuheit fehle. In solchen Fällen stellt sich die Frage, ob die Bekanntheit eines Wirkstoffes auf anderen Kontinenten dazu führt, dass eine Information hierzulande auch als öffentlich gelten kann. Maßgebend ist die sog. Bereichsöffentlichkeit, also die professionellen Marktteilnehmer. Können diese sich ohne weiteres Zugang zu der Information verschaffen, auch wenn diese nur außerhalb Europas verfügbar ist (z.B. durch Nutzung eines asiatischen Newstickers oder Einsicht in ein elektronisches Handelsregister), wird man die Information als öffentlich einstufen müssen. Das Tatbestandsmerkmal „nicht öffentlich bekannt“ erfordert gerade nicht, dass die Information den professionellen Marktteilnehmern aktuell im Bewusstsein i.S.v. „präsent“ ist, sondern nur, dass sie den Marktteilnehmern zugänglich ist.<sup>37</sup> Lässt sich eine Information also in öffentlich zugänglichen Quellen recherchieren, ist sie öffentlich i.S.d. Insiderrechts. Von einer solch vergleichsweise mühelosen Möglichkeit des Zugangs zur Information über Wirkstoffe wird man in vielen Staaten des afrikanischen Kontinents (zumindest unter den heutigen Bedingungen) nicht ausgehen können, so dass die Information als nicht öffentlich einzustufen ist.

Die Entdeckung neuer Wirkstoffe oder Medikamente erfüllt damit regelmäßig den Tatbestand der Insiderinformation. Für die Anwendung des Insiderrechts kommt es somit entscheidend darauf an, ob auch eine kurserhebliche Information vorliegt. Diesem Tatbestandsmerkmal kommt die Aufgabe zu, für die Kapitalmärkte unwesentliche Informationen auszugrenzen. Die Entwicklung eines neuen zukunftssträchtigen Medikaments (z.B. Viagra<sup>38</sup>) kann erhebliche Auswirkungen auf den Börsenkurs eines Unternehmens haben. Allerdings schlägt die Entwicklung eines neuen Medikaments regelmäßig noch nicht auf den Börsenkurs durch, solange noch keine Zulassung des Arzneimittels vorliegt oder fundierte Anhaltspunkte für eine spätere Zulassung sprechen. Das Anlegerpublikum wird nur in das Unternehmen investieren, wenn es die begründete Hoffnung haben kann, dass mit dem neuen Medikament auch tatsächlich Geld zu verdienen ist. Das aber setzt grundsätzlich die amtliche Zulassung voraus, die erst erteilt wird, nachdem das Verfahren der §§ 21 ff. AMG erfolgreich durchlaufen wurde. Damit lässt sich festhalten, dass die Entwicklung neuer Wirkstoffe oder Medikamente als solche noch nicht das Merkmal der Kurserheblichkeit verwirklicht.

---

36 Vgl. einerseits die Pressemitteilung des Europäischen Patentamtes vom 25.01.2010 und andererseits die Stellungnahme der Unternehmensgruppe Dr. Willmar Schwabe GmbH unter <http://www.umckaloabo.de> (beide abgerufen am 01.02.2010).

37 Mennicke/Jakovou, in: Fuchs (Fn. 13), Rn. 91; Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 13 Rn. 34.

38 Halusa, "Viagra" bringt Pharma-Branche in Wallung, Welt-Online vom 23.05.1998, abrufbar im Internet: [http://www.welt.de/print-welt/article619329/Viagra\\_bringt\\_Pharma\\_Branche\\_in\\_Wallung.html](http://www.welt.de/print-welt/article619329/Viagra_bringt_Pharma_Branche_in_Wallung.html) (Stand: 04.05.2010).

Diese entsteht grundsätzlich erst mit der Zulassung des Medikaments. Anderes kann gelten, wenn sich ein neues Medikament zwar noch in der klinischen Erprobung befindet, der Markt aber die bevorstehende Zulassung erwartet und in die Bewertung der Aktie eingepreist hat. In diesem Fall kann ein Scheitern der klinischen Erprobung eine Insiderinformation darstellen. Gleiches gilt, wenn nach Abschluss der Erprobung der Zulassungsantrag gestellt, aber abgelehnt wird. Freilich kann auch der erfolgreiche Verlauf einer klinischen Studie eine Insiderinformation darstellen. Entscheidend ist auch hier die Perspektive des verständigen Anlegers.

Sofern bei der Erprobung eines Medikaments oder Wirkstoffes oder nach der Zulassung bei seiner späteren Anwendung im Alltag eine weitere Eigenschaft entdeckt wird, die ihrerseits kurserheblich ist, liegt eine neue Insiderinformation vor.<sup>39</sup>

Wenn der Emittentenleitfaden der BaFin bedeutenden Erfindungen regelmäßig ein Kursbeeinflussungspotential zumisst,<sup>40</sup> ist dies in Bezug auf Produkte, die noch einer gesetzlich vorgeschriebenen Erprobung und/oder Zulassung bedürfen, ungenau. Entscheidend für das Kursbeeinflussungspotential ist die Sicht eines verständigen Anlegers, der regelmäßig auf die Zulassung oder erfolgreiche Erprobung bzw. deren Scheitern abstellen wird (s.o.), nicht aber auf die Erfindung selbst. Schließlich können auch die Begründung oder Auflösung einer Forschungsk Kooperation zwischen Pharmaunternehmen eine Insiderinformation darstellen.<sup>41</sup>

*b) Sonderfall der Zulassung eines bereits anderswo zugelassenen Medikaments*

Insiderrechtlich relevant ist auch der Fall der Erprobung eines Medikaments im Inland, das bereits in einem Staat (z.B. USA) zugelassen wurde. Hier begründet die Zulassung in dem anderen Staat regelmäßig die Vermutung, dass die Erprobung gelingt und die Zulassung auch im Inland erfolgen wird. Das künftige Ereignis der Zulassung wird damit wesentlich wahrscheinlicher als bei einem Medikament, das noch nirgendwo erprobt wurde. Der Markt wird in solchen Fällen die Zulassung im Inland bereits mit der Nachricht über die Erprobung oder den Antrag auf Zulassung einpreisen.

---

39 So wurde etwa 2008 beschrieben, dass Viagra auch gegen Lungenhochdruck wirkt, vgl. Kastilan, Zufallsfund im Höhenrausch, Faznet vom 24.03.2008, abrufbar im Internet: <http://www.faz.net/s/Rub7F74ED2FDF2B439794CC2D664921E7FF/Doc~EFB9DBD10ED164D4EAEB9E77035B8C4E8~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (Stand: 04.05.2010).

40 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 56.

41 Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 5), Rn. 408 mit Fallbeispiel.

c) *Auswirkungen auf die an der Entwicklung und Anmeldung beteiligten Personen*

Wegen der noch fehlenden Qualität der kurserheblichen Insiderinformation unterliegt damit der nur an der Entwicklung beteiligte Forscher noch keinen kapitalmarktrechtlichen Vorgaben. Er ist noch nicht Insider. Gleiches gilt für die Organmitglieder des Unternehmens. Kauft einer von ihnen in der bloßen Hoffnung, dass später einmal die Zulassung erteilt werden wird, Aktien seines Arbeitgebers, nutzt er noch keine – aus kapitalmarktrechtlicher Sicht unzulässigen – Wissensvorsprünge.

Auf der Grenze liegen die Fälle der klinischen Erprobung nach Abschluss der eigentlichen Forschungen. Soweit der Kapitalmarkt um die klinischen Tests weiß und einen erfolgreichen Verlauf erwartet, kann ein Scheitern solcher Tests eine Insiderinformation darstellen. In diesen Fällen werden die mit dem Sachverhalt vertrauten Klinikärzte zu Insidern.

In der Forschungsphase ist die Einschaltung eines Patentanwalts unproblematisch, denn mangels Insiderinformation liegt keine Weitergabe i.S.v. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG vor. Auch wird der Tatbestand von § 15 Abs. 1 S. 4 und 5 WpHG nicht verwirklicht. In der späteren Erprobungs- und Zulassungsphase darf ein Patentanwalt bemüht und informiert werden, wenn dessen Rat aus Rechtsgründen eingeholt werden soll. Es ist jedoch wie folgt zu unterscheiden: Liegt noch keine Insiderinformation vor, ist die Einschaltung des Patentanwalts insiderrechtlich noch nicht von Belang. Ist dagegen das Stadium der Insiderinformation bereits erreicht (wenn z.B. dem Patentanwalt im Zuge der Konsultation die Insiderinformation mitgeteilt wird, dass dem Medikament ein größeres Indikationsfeld als bisher angenommen zukommt und er diesbezügliche Schutzrechte prüfen soll), stellt sich die Frage, ob die Unterrichtung des Patentanwalts eine unbefugte Weitergabe i.S.d. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG darstellt. Der EuGH hat klargestellt, dass eine befugte Weitergabe nur dann vorliegt, wenn die Weitergabe unerlässlich ist.<sup>42</sup> Da die Prüfung möglicher Schutzrechte und die Notwendigkeit einer Anmeldung von Erfindungen Voraussetzung ihrer Patentierbarkeit ist, liegt diese Voraussetzung zweifelsohne vor.

Ab dem Moment, in dem der Patentanwalt von seinem Mandanten über die Insiderinformation unterrichtet wird, unterliegt er seinerseits den Verboten des § 14 Abs. 1 WpHG und darf insbesondere die Information nicht dazu verwenden, Aktien des Pharmaunternehmens oder sich darauf beziehende Finanzinstrumente für eigene oder fremde Rechnung zu kaufen.

---

42 EuGH, Urt. v. 22.11.2005 – Rs. C-384/02, ZIP 2006, 123 (Dänemark ./ Knud Grøngaard und Allan Bang), dazu Sethe, ZBB 2006, 243, 250 ff.; ebenso Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 5), Rn. 289, allerdings mit Kritik an der Wortwahl „unerlässlich“.

*d) Auswirkungen auf den Emittenten*

Über bloße Forschungsvorhaben und Forschungsergebnisse muss der Emittent mangels Kurserheblichkeit und damit fehlender Insiderinformation keine Ad-hoc-Meldung veröffentlichen. Deshalb besteht auch kein Konflikt zwischen der Ad-hoc-Publizitätspflicht einerseits und der Anmeldung zum Patent auf der anderen Seite. Auf das Vorliegen des Befreiungstatbestands in § 15 Abs. 3 WpHG kommt es folglich nicht an. Wenn die BaFin in ihrem Emittentenleitfaden den Fall der Patentierbarkeit als Anwendungsbeispiel für § 15 Abs. 3 WpHG nennt,<sup>43</sup> hat sie damit wiederum nur den Fall im Auge, dass bereits die Erfindung selbst kurserheblich ist, was bei Medikamenten und Wirkstoffen – wie dargelegt – aber gerade nicht der Fall ist.

Insiderrechtlich beachtlich kann dagegen das spätere Stadium der klinischen Erprobung und der (Nicht-)Zulassung sein, wenn die Ergebnisse der Erprobung oder die (Nicht-)Zulassung aus Sicht des verständigen Anlegers kurserheblich sind. Das Pharmaunternehmen muss in diesem Fall eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen, wobei nur der Umstand der erfolgreichen Erprobung oder Zulassung bzw. – wenn das zu erprobende Medikament bereits im Kurs eingepreist war – das Scheitern derselben mitzuteilen sind.

Aus der Ad-hoc-Publizitätspflicht folgt dagegen keine Verpflichtung, die genauen Umstände der Erprobung oder Details zur Wirksamkeit zu offenbaren. Eine solche Pflicht wird man nur ausnahmsweise annehmen können, wenn gerade ein bestimmtes Detail für den Markt von besonderem Interesse ist. Stellt sich beispielsweise während der Erprobung zufällig heraus, dass das zu erprobende Alzheimer-Medikament gegen diese Erkrankung wirkungslos ist, aber sehr gute Erfolge bei der Bekämpfung anderer Alterserscheinungen zeigt, ist dieser Umstand für den Markt von Interesse, wenn die Bereichsöffentlichkeit bereits wusste, dass ein Medikament gegen Alzheimer erprobt wird. Die Nachricht vom Scheitern des Medikaments im Kampf gegen Alzheimer wird ohne die Offenlegung des neuen Umstands einen sinkenden Kurs verursachen, während der Kurs stabil bleiben wird, wenn der Zufallsfund zugleich publiziert wird und er ähnliche Gewinnaussichten verspricht.

Sofern eine Insiderinformation vorliegt, muss das Pharmaunternehmen insbesondere darauf achten, dass es diese Information nicht weitergibt oder einem Dritten zugänglich macht (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Aus diesem Grund bestehen entsprechende Organisationspflichten zur Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen.<sup>44</sup> Die Personen, die mit Insiderinformationen bestimmungsgemäß in Kontakt kommen, sind gemäß § 15b Abs. 1 WpHG über das Insiderrecht zu belehren und in einem Insiderverzeichnis zu erfassen.

---

43 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 56. Ebenso die Kommentarliteratur, vgl. statt vieler Pfüller, in: Fuchs (Fn. 13), § 15 Rn. 381.

44 Einzelheiten bei Sethe, ZBB 2006, 243, 253 ff.

e) *Stellung der Behördenvertreter und Mitglieder von Ethikkommissionen*

Aus dem Gesagten ergibt sich, dass alle Mitarbeiter der an der Zulassung beteiligten Behörden, Institute (z.B. des Paul-Ehrlich-Instituts) und Kliniken, die in Kontakt mit sensiblen und kurserheblichen Informationen über das zu erprobende Arzneimittel kommen, Insider sind. Gleiches gilt für Personen, die an Rückrufaktionen beteiligt sind (zu diesen sogleich unter IV. 2.). Der Kreis der vom Insiderverbot erfassten Personen ist also keineswegs auf Unternehmensinsider begrenzt. Auch die Mitglieder von Ethikkommissionen können unter diesen Voraussetzungen Insider sein.

f) *Verhältnis zu anderen Publizitätspflichten*

Gemäß § 34 Abs. 1 AMG unterrichtet die Bundesoberbehörde (§ 77 AMG) die Öffentlichkeit über wichtige Entscheidungen in Bezug auf den Bestand und den Inhalt einer Arzneimittelzulassung (u.a. die Erteilung und Verlängerung einer Zulassung, die Rücknahme einer Zulassung, den Widerruf einer Zulassung, das Ruhen einer Zulassung, das Erlöschen einer Zulassung).<sup>45</sup> Bei der Zulassung von Arzneimitteln sind zugleich dessen wesentliche Merkmale, die Beurteilung durch die zuständige Behörde und ggf. Auflagen der Behörde zu veröffentlichen (§ 34 Abs. 1a AMG).<sup>46</sup> Die Regelung dient dem Schutz der Öffentlichkeit durch Publizität und informiert die einschlägigen Fachkreise.<sup>47</sup> Auf diese Weise wird öffentlich bekannt, welche Arzneimittel verkehrsfähig sind oder diese Eigenschaft verloren haben. Da § 34 AMG nicht das Pharmaunternehmen verpflichtet, sondern die zuständige Bundesoberbehörde und die Regelung zudem andere Ziele als die des § 15 WpHG (dazu oben III. 1.) verfolgt, stellt die Norm keine Spezialregelung zu § 15 WpHG dar. Vielmehr stehen beide Vorschriften nebeneinander, so dass das Pharmaunternehmen zur unverzüglichen Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet bleibt. Versäumt das Unternehmen diese Meldung und erfolgt allein die Bekanntmachung durch die Behörde im Bundesanzeiger gemäß § 34 AMG, bewirkt diese die öffentliche Bekanntheit der Information. Wie § 15 Abs. 1 WpHG und ergänzend der in § 15 Abs. 5 S. 1 WpHG zum Ausdruck kommende Rechtsgedanke belegen, darf sich das Pharmaunternehmen aber nicht auf diese Publikation verlassen, um sich eine Ad-hoc-Mitteilung zu ersparen. Denn die Veröffentlichung im Bundesanzeiger informiert die Bereichsöffentlichkeit nicht chancengleich. Da das Pharmaunternehmen in einem solchen Fall somit gegen

---

45 Die Regelung beruht auf Art. 125 Abs. 3 der Richtlinie 2001/83/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 06.11.2001 zur Schaffung eines Gemeinschaftskodexes für Humanarzneimittel, ABl. EG Nr. L 311 vom 28.11.2001, S. 67, vgl. Rehmann, Arzneimittelgesetz (AMG), 3. Aufl. 2008, § 34 Rn. 1.

46 Die Regelung von § 34 Abs. 1a bis 1d AMG beruht auf Art. 21 Abs. 3 und 4, 22 der Richtlinie 2001/83/EG (Fn. 45), vgl. Anker, in: Deutsch/Lippert, Arzneimittelgesetz (AMG), 2. Aufl. 2007, § 34 Rn. 6.

47 Rehmann (Fn. 45), § 34 Rn. 1; Anker, in: Deutsch/Lippert (Fn. 46), § 34 Rn. 1.

§ 15 WpHG verstoßen hat, muss es entsprechende Sanktionen befürchten (Bußgeld nach § 39 Abs. 5 Nr. 5 lit. a WpHG und Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG und § 826 BGB).

## 2. *Arzneimittelrückruf*

Der Rückruf von Arzneimitteln durch ein börsennotiertes Unternehmen der Pharmabranche muss als insiderrechtlich besonders heikel gelten. Allgemein kommt eine Produktrückrufaktion dann als Insiderinformation in Betracht, wenn wegen des Umfangs der Aktion oder dadurch entstehender Folgekosten mit einer starken Auswirkung auf das Geschäftsergebnis zu rechnen ist. Für die Pharmabranche gilt das in besonderem Maße, wenn patentgeschützte Medikamente vom Markt genommen werden müssen.

### a) *Der Fall »Lipobay«*

Dafür gibt es durchaus Beispiele, von denen hier der Fall »Lipobay« vertieft werden soll. Am 8. August 2001 meldete die Leverkusener Bayer AG ad hoc, dass es bei Patienten, die das Medikament »Lipobay« mit einem anderen Medikament eingenommen hatten, zu schweren Nebenwirkungen gekommen war<sup>48</sup> und kündigte an, das Medikament vom Markt zu nehmen. Hinter diesem Geschehen verbirgt sich ein Musterbeispiel für eine handfeste Insiderinformation. Jedem Finanzanalysten und halbwegs informierten Anleger war bewusst, dass das Betriebsergebnis der Bayer AG massiv unter diesem Vorgang leiden und regelrecht in die Zange genommen werden würde, denn einerseits war eine Flut von Schadensersatzprozessen in den USA absehbar und andererseits brach der Bayer AG mit »Lipobay« ein profitabler Umsatzträger weg, der zuvor erheblich zum Geschäftserfolg der Gesellschaft beigetragen hatte.

### b) *Eine Schnittstelle von Medizin/Ethik/Recht*

Indes ruht in diesem Sachverhalt mehr als nur ein Musterbeispiel für eine Insiderinformation mit medizin- und arzneimittelrechtlichen Bezügen. Der Vorstand der Bayer AG sah sich unter ethischen Gesichtspunkten heftiger Kritik ausgesetzt. Diese Kritik entzündete sich an dem Umstand, dass das Management zuerst die Kapitalmärkte informiert und (erst) im Anschluss daran die medizinische Fachwelt vor weiterer Verabreichung des Mittels gewarnt hatte. Es schien so, als habe der Vorstand die Interessen der Kapitalmärkte über die der Patienten und ihrer Ärzte gestellt.

Diesen ethisch motivierten Tadel nahm der Vorstand der Bayer AG zum Anlass, um zu diesen Vorwürfen in einem eigens publizierten Aktionärsbrief Stellung zu nehmen. In dem Aktionärsbrief 2001 (Sonderausgabe zum Vermarktungsstopp von »Lipobay«) heißt es:

---

48 Bayer AG, Investor Relations – Ad-hoc-Mitteilungen 2001, abrufbar im Internet: <http://www.investor.bayer.de/de/news/archiv/ad-hoc-2001> (Stand: 04.05.2010).

„Bayer hat die Weltöffentlichkeit und die Finanzmärkte den rechtlichen Vorgaben folgend unverzüglich und zeitgleich informiert. Wir bedauern außerordentlich die Irritation bei unseren Partnern im Gesundheitswesen. Es gab aber aufgrund rechtlicher Vorgaben keine Möglichkeit, bestimmte Zielgruppen wie Ärzte oder Apotheker vorab in Kenntnis zu setzen. Der Vermarktungsstopp des Präparats ist der erste Fall, in dem ein Dax-Unternehmen ein Medikament in dieser Größenordnung vom Markt genommen hat. Es war uns sofort klar, dass diese Entscheidung geeignet war, den Börsenkurs der Bayer-Aktie erheblich zu beeinflussen. Die Kursentwicklung der folgenden Tage hat dies leider nachhaltig bestätigt. Unsere nur Stunden vor der öffentlichen Bekanntgabe getroffene Entscheidung zum Vermarktungsstopp war somit eine Insider-Tatsache und damit besonderen rechtlichen Regelungen unterworfen. So waren wir verpflichtet, diese Entscheidung unverzüglich mit einer Ad-hoc-Meldung der breiten Öffentlichkeit bekannt zu machen, und daran gehindert, vorab einzelne Zielgruppen zu informieren. Wir haben uns in dieser Krisensituation intensiv bemüht, das berechtigte Informationsinteresse unterschiedlicher Zielgruppen unter Wahrung der uns vorgegebenen gesetzlichen Vorschriften zu erfüllen.“<sup>49</sup>

Klarer kann das Spannungsfeld kaum zutage treten. Das Bayer-Management sah sich gefangen im Netz des Insiderstrafrechts.<sup>50</sup> Man sah keine andere Möglichkeit als die der Erstinformation der Kapitalmärkte. Der Vorstand verzichtete auf eine Vorabinformation der behandelnden Ärzte, weil man sich nicht dem Vorwurf der unbefugten Weitergabe einer Insiderinformation aussetzen wollte und deshalb zunächst gemäß § 15 Abs. 1 WpHG die Kapitalmärkte informierte. Die in dem Aktionärsbrief anklingende Sorge, den Tatbestand eines Insiderdelikts zu verwirklichen, bestand zu Recht. Der Tatbestand der Weitergabe wäre erfüllt gewesen, wenn man den Rückruf und damit die Insiderinformation einzelnen Verkehrskreisen (Universitätskliniken etc.) per Fax oder E-Mail exklusiv zur Kenntnis gebracht hätte. Andererseits ist die darauf bezogene, ethische Kritik gut nachvollziehbar. Man muss sich in der Tat fragen, ob ein solcher Vorrang der „Ad-hoc-Vorabinformation“ der Kapitalmärkte anzuerkennen ist.

### c) *Rückruf- und Publikationspflicht*

In diesen Fällen hat man es mit zwei Handlungspflichten zu tun. Dabei müssen an dieser Stelle die umfangreichen Regelungen und tatsächlichen Möglichkeiten eines Vertriebsstopps und Rückrufs nicht sicherer Arzneimittel nicht näher vertieft werden. Interessant wird der Fall, in dem die Information von Ärzten oder Apothekern keinen Aufschub duldet. Man stelle sich vor, der Hersteller eines Medikaments gelangt zu der sicheren Erkenntnis, dass ein bis dahin für unbedenklich erachteter Wirkstoff in Wahrheit schwere Gesundheitsschäden verursachen kann. Denkt man den Fall auch noch in eine Zeit, zu der dieses Medikament täglich gleich zigtausendfach verabreicht wird (z.B. Grippemittel), liegt es auf der Hand, dass Vertriebsstopp und Rückruf unverzüglich zu veranlassen

49 Bayer AG, Aktionärsbrief 2001, Sonderausgabe, abrufbar im Internet: <http://www.investor.bayer.de/downloads/1998-2002/2001/#c923> (Stand: 04.05.2010).

50 Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 5), Rn. 360 ff.

sind. Es geht also um Fälle, in denen die Information der Ärzte und Apotheker einerseits objektiv ex ante keinen Aufschub duldet und andererseits der Rückruf zugleich eine Insiderinformation darstellt.

Dieser Fall führt die ethisch motivierte Diskussion des Falles »Lipobay« zum neuralgischen Punkt. Für die Lösung des Problems gilt zunächst, dass die Geschäftsleitung beide Pflichten erfüllen muss oder dafür zu sorgen hat, dass beide Pflichten erfüllt werden. Es handelt sich nicht um einander ausschließende Pflichten. Allerdings muss man wissen, dass der Entwurf einer Ad-hoc-Meldung und ihre zeitnahe Publikation kein frei schwebender Vorgang sind. In der Praxis muss die in einem Unternehmen zuständige Abteilung zunächst eine den Vorgaben nach § 4 ff. WpAIV entsprechende Ad-hoc-Meldung fertigen. Diese Meldung wird sodann an einen Informationsdienst übermittelt. Dieser Dienst muss dann seinerseits die Meldung noch publizieren, um die Bereichsöffentlichkeit herzustellen. Dieses Verfahren kostet Zeit und es ist fraglich, ob mit der Information von Ärzten oder Apothekern tatsächlich so lange gewartet werden muss oder darf, bis die Ad-hoc-Meldung verbreitet wurde.

Nach hier vertretener Ansicht ist das nicht der Fall. Freilich muss ein Emittent seinen kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten nachkommen, aber diese Pflicht überragt nicht alle sonstigen Pflichten oder Interessen. Vielmehr kann ein Fall des § 34 StGB vorliegen. Danach handelt nicht rechtswidrig, wer in einer gegenwärtigen, nicht anders abwendbaren **Gefahr** für ein anderes Rechtsgut (u.a. Leib und Leben) eine Tat begeht, um die Gefahr von sich oder einem anderen abzuwenden. Ob eine Gefahr vorlag, ist anhand eines **ex ante** Maßstabs zu prüfen.<sup>51</sup> Bei Abwägung der widerstreitenden Interessen, namentlich der betroffenen Rechtsgüter und des Grades der ihnen drohenden Gefahren, muss das geschützte Interesse das beeinträchtigte Interesse wesentlich überwiegen. Unter diesen Voraussetzungen kann § 34 StGB auch Verstöße gegen Straftatbestände rechtfertigen, die dem Schutz überindividueller Rechtsgüter dienen.<sup>52</sup> Von diesen Voraussetzungen wird bei Gefahren für Leib oder Leben grundsätzlich auszugehen sein. Die Abwägung der betroffenen Rechtsgüter und der widerstreitenden Interessen führt eindeutig dazu, dass das Interesse an körperlicher Unversehrtheit das Informationsinteresse des Kapitalmarkts überwiegt. Die Weitergabe der Insiderinformation ist dann gerechtfertigt. Allerdings folgt daraus keine Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Der Emittent muss auch dieser Handlungspflicht möglichst zeitnah genügen. Sofern dies dem Emittenten technisch möglich ist, müssen daher die Ärzte und Kliniken zeitgleich mit den betroffenen Kapitalmärkten informiert werden. Ansonsten muss die Information der Kapitalmärkte möglichst rasch nachgeholt werden.

---

51 Baumann/Weber/Mitsch, Strafrecht – Allgemeiner Teil, 11. Auflage, 2003, § 17 Rn. 48 m.w.N.

52 Erb, in: Joecks/Miebach (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Band 1, 1. Aufl. 2003, § 34 Rn. 108 ff.

*d) Verhältnis zu anderen Publizitätspflichten*

Die zuständige Bundesoberbehörde kann – wenn der begründete Verdacht besteht, dass ein Arzneimittel bei bestimmungsgemäßem Gebrauch schädliche Wirkungen hat, die über ein nach den Erkenntnissen der medizinischen Wissenschaft vertretbares Maß hinausgehen – den Rückruf des Mittels anordnen (§ 69 Abs. 1 S. 3 AMG) und dies mit einer öffentlichen Warnung kombinieren (§ 69 Abs. 4 AMG). Diese öffentliche Warnung ersetzt keinesfalls eine gemäß § 15 Abs. 1 WpHG abzugebende Ad-hoc-Mitteilung. Vielmehr ist das Pharmaunternehmen verpflichtet, parallel zum Rückruf bzw. zur öffentlichen Warnung unverzüglich eine Ad-hoc-Mitteilung abzugeben, sofern der Vorgang kurserheblich ist.<sup>53</sup> Zwar geht der Emittentenleitfaden der BaFin davon aus, dass Entscheidungen von Behörden und anderen öffentlichen Institutionen den Emittenten nicht unmittelbar betreffen und daher nicht nach § 15 Abs. 1 WpHG zu veröffentlichen seien.<sup>54</sup> Allerdings verdeutlicht der Emittentenleitfaden an anderer Stelle, dass bedeutende Haftpflichtfälle durchaus kurserheblich sein können.<sup>55</sup> Entscheidend ist also nicht der Umstand, wer „die Lawine“ lostritt, sondern welchen Umfang und welche Auswirkungen die Behördenentscheidung auf den Emittenten hat.

Eine vergleichbare Ausgangslage besteht nach § 28 Abs. 2 MPG, wonach die zuständige Behörde Maßnahmen zur Abwehr einer drohenden Gefahr für die öffentliche Gesundheit, Sicherheit oder Ordnung ergreifen kann. Zulässig ist auch eine öffentliche Warnung (§ 28 Abs. 4 MPG). Die kapitalmarktrechtliche Pflicht aus § 15 Abs. 1 WpHG besteht auch in diesem Fall.

Schließlich ist auf die Konstellation hinzuweisen, in der es sich um ein Produkt handelt, das dem Transfusionsgesetz unterfällt. Die ärztliche Person hat im Falle des Auftretens unerwünschter Ereignisse im Zusammenhang mit der Anwendung von Blutprodukten oder gentechnisch hergestellten Plasmaproteinen den pharmazeutischen Unternehmer und ggf. die Bundesoberbehörde zu unterrichten (zu Einzelheiten vgl. § 16 Abs. 2 TFG). Diese wiederum informiert die für die Durchführung des TFG zuständigen Behörden des Bundes und der Länder (§ 25 TFG). Diese verwaltungsrechtlichen Informationspflichten befreien den Emittenten nicht von der kapitalmarktrechtlichen Pflicht aus § 15 Abs. 1 WpHG.

---

53 Es kann auf die oben gemachten Erwägungen zum Verhältnis von § 34 AMG zu § 15 WpHG verwiesen werden (s.o. IV. 1. f).

54 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 54 unter Rückgriff auf die Empfehlung des Komitees der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR), vgl. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, Rn. 36.

55 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 57.

### 3. *Haftpflichtprozesse*

Während die bisher geschilderten Beispiele Vorgänge betrafen, die aus dem Unternehmen selbst stammten, stellt ein Haftpflichtprozess (vgl. insb. §§ 84 ff. AMG) ein von außen kommendes Ereignis dar. Auch ein solches Ereignis kann also der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterfallen, wenn es im konkreten Einzelfall kurserheblich ist.<sup>56</sup> Gleiches gilt in Bezug auf die Bildung von Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten (§ 249 Abs. 1 S. 1 HGB).

Kommt es zur mündlichen Verhandlung über die geltend gemachten Ansprüche, reicht die Gerichtsöffentlichkeit nicht aus, um aus einer Insiderinformation (z.B. über den Prozessausgang)<sup>57</sup> eine öffentlich bekannte Information zu machen, da sich die Gerichtsöffentlichkeit und die für § 15 WpHG bedeutende Bereichsöffentlichkeit unterscheiden.<sup>58</sup> Der Emittent muss daher eine Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen lassen, die auch auf die Frage eingeht, welche Auswirkungen das Urteil/der Vergleich auf die Ertragslage des Unternehmens hat. Da evtl. im Gerichtssaal anwesende überregionale Pressevertreter eine solche Einschätzung nicht zuverlässig vornehmen können, ersetzt also die Anwesenheit dieser Pressevertreter nicht eine vom Pharmaunternehmen auszulösende Ad-hoc-Meldung.

### 4. *Ad-hoc-Publizität versus Persönlichkeitsrecht und informationelle Selbstbestimmung*

Am 14.11.2000 veröffentlichte Borussia Dortmund, seit 31.10.2000 in der Rechtsform einer GmbH & Co. KGaA börsennotiert, folgende Ad-hoc-Meldung:

„Bei dem Lizenzspieler Heiko Herrlich sind Sehstörungen aufgetreten. Zwischenzeitliche medizinische Untersuchungen haben ergeben, dass die Sehstörungen auf einen Gehirntumor zurückzuführen sind. Die fachärztlichen Untersuchungen dauern an. Eine vollständige Genesung erscheint aus jetziger Sicht möglich.“

Glücklicherweise hat sich eine vollständige Genesung eingestellt und der Verein konnte am 5.11.2001 die Meldung publizieren:

„Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA hat den Vertrag mit dem 30-jährigen Heiko Herrlich bis zum 30.06.2005 verlängert.“

Es ist im konkreten Fall schon zweifelhaft, ob der Umstand, dass ein einzelner Spieler eines Fußballligisten wegen Krankheit ausfällt, einen kurserheblichen Umstand bildet. Dies wird man allenfalls bei Ausnahmefußballspielern bejahen können, denen es mit überwiegender Wahrscheinlichkeit und regelmäßig gelingt, das Spiel der eigenen Mannschaft „herumzureißen“. Bei solchen Ausnah-

56 BaFin, Emittentenleitfaden (Fn. 13), S. 57; Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 15 Rn. 90; vgl. Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 5), Rn. 454.

57 Vgl. dazu generell Schröder, FS Nobbe, 2009, S. 755 ff.

58 Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 15 Rn. 90.

metalenten wird das Anlegerpublikum von einer Kurserheblichkeit ausgehen. Ob eine solche Kurserheblichkeit im konkreten Fall gegeben war, kann hier offen bleiben. Für unser Thema entscheidend ist die Frage, wo die Grenze zwischen allgemeinem Persönlichkeitsrecht bzw. dem Recht auf informationelle Selbstbestimmung einerseits und dem Bedürfnis der Kapitalmarktteilnehmer nach Information andererseits verläuft.<sup>59</sup> In einer Stellungnahme des damaligen Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel (BAWe) wurde zu Recht darauf hingewiesen, dass kursrelevant nicht die Art der Krankheit sei, sondern die Tatsache, dass ein Spieler nicht spielen kann.<sup>60</sup> Dem kann man nur zustimmen, denn das Kapitalmarktrecht fordert nicht, höchstpersönliche Umstände, wie Details einer Krankheit, zu offenbaren. Hiervon wird man nur in einem Extremfall eine Ausnahme machen müssen, wenn nämlich gerade die Krankheit Beleg für die Unwirksamkeit eines Medikaments ist. Wenn sich also der Vorstandsvorsitzende eines Pharmakonzerns gemeinsam mit dem Gesundheitsminister öffentlichkeitswirksam im Fernsehen gegen Schweinegrippe impfen lässt, dann aber doch an der Schweinegrippe erkrankt, muss der Markt dies wissen.

Die Ad-hoc-Meldung von Borussia Dortmund löste einen Sturm der Entrüstung aus. Der Fußballclub rechtfertigte sein Vorgehen damit, die Meldung sei im Einverständnis mit Heiko Herrlich veröffentlicht worden. Dieser habe den Wunsch gehabt, durch die detaillierte Meldung Spekulationen zuvorkommen, um seine Ruhe zu finden.<sup>61</sup> Durch das Einverständnis des Betroffenen dürfte sich die Frage nach einer Persönlichkeitsrechtsverletzung entschärfen (auch wenn sich natürlich die Frage stellt, ob es nicht einen unverzichtbaren Kernbereich des Persönlichkeitsrechts gibt). Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht liegt jedoch in jedem Fall der Missbrauch einer Ad-hoc-Meldung zu anderen Zwecken i.S.v. § 15 Abs. 2 S. 1 WpHG vor.<sup>62</sup> Diese Vorschrift hatte der Gesetzgeber als

---

59 Diese Frage ist bislang erst in einem Gerichtsverfahren relevant geworden. So wurde das Recht auf informationelle Selbstbestimmung im Zusammenhang mit der Frage bemüht, ob bei der Meldung von Directors' Dealings nach § 15a WpHG der Name der Führungsperson zu veröffentlichen sei. Die Rechtsprechung sah in der bloßen Bekanntgabe des Namens noch keinen so schwerwiegenden Eingriff, dass das Recht auf informationelle Selbstbestimmung das Informationsbedürfnis der Anleger überwiege, vgl. VGH Kassel, ZIP 2006, 1243 mit zust. Anm. Möllers/Wenninger, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.06; Sethe, EWiR 2006, 701; Sethe, in: Assmann/Schneider (Fn. 9), § 15a Rn. 100; Vorinstanz VG Frankfurt v. 14.05.2004 – 9 E 1636/03 (2), AG 2004, 680 ff.; zustimmend Lenenbach, EWiR 2005, 235 f.; Siller, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.05; Schuster, ZHR 167 (2003), 193, 208 ff.

60 Zitiert bei Heißmeyer/Reuter, FUSSBALL AG: Krankenakt(i)e Borussia, Focus 47/2000, [http://www.focus.de/politik/deutschland/fussball-ag-krankenaktie-borussia\\_aid\\_185690.html](http://www.focus.de/politik/deutschland/fussball-ag-krankenaktie-borussia_aid_185690.html) (Stand: 01.02.2010).

61 Borussia Manager Michael Maier, zitiert bei Heißmeyer/Reuter (vorige Fn.).

62 Als überflüssige Informationen ordnet auch Beier-Middelschulte, Finanzkommunikation junger Emittenten, 2004, S. 111 f., die Bekanntgabe der Details zur Krankheit ein.

Reaktion auf den häufigen Missbrauch von Ad-hoc-Mitteilungen zu Werbezwecken oder als Ersatz für Pressemitteilungen eingeführt. Sie verbietet dem Emittenten, in einer Ad-hoc-Meldung sonstige Angaben zu veröffentlichen, die die Voraussetzung einer Insiderinformation offensichtlich nicht erfüllen. Solche kapitalmarktrechtlich irrelevanten Informationen dürfen weder allein noch in Kombination mit tatsächlichen Insiderinformationen veröffentlicht werden.<sup>63</sup> Wenn heute also ein Sportler einer börsennotierten Gesellschaft seine Ruhe finden und weitere Nachfragen verhindern will, müsste er eine gewöhnliche Pressemitteilung herausgeben. Die Nutzung des Mediums „Ad-hoc-Mitteilung“ wäre ihm verwehrt.

## V. Fazit

Das moderne Kapitalmarktrecht hat sich als Querschnittsdisziplin über unsere Rechtsordnung gelegt und Schnittstellen mit anderen Rechtsgebieten erzeugt. Dieser keineswegs erschöpfende Überblick hat gezeigt, dass dazu auch das Medizin- und Arzneimittelrecht gehört.

---

63 Das Verbot der Meldung überflüssiger Angaben wurde als Satz 3 in § 15 Abs. 1 WpHG eingeführt durch Art. 2 Nr. 7 lit. a des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes vom 21.06.2002, BGBl. I 2002, 2010. Durch Art. 1 Nr. 5 des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes vom 28.10.2004, BGBl. I 2004, 2630, wurde es nach § 15 Abs. 2 WpHG verschoben. Der Gesetzgeber wollte mit der Vorschrift verhindern, dass der Markt mit unnützen Ad-hoc-Mitteilungen überschwemmt wird und deshalb der durchschnittliche Anleger die für ihn wirklich kursrelevanten Informationen nicht mehr erkennen kann, RegE 4. FFG, BR-Drucks. 963/01(neu), S. 244.