



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Das Spannungsverhältnis von Informations- und Geheimhaltungspflichten des Vorstands einer börsennotierten Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft eines Unternehmenskaufs“

Dissertation vorgelegt von Kai Kerger

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Zweitgutachter: Prof. Dr. Markus Stoffels

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

1. Einleitung

Die Arbeit befasst sich mit dem Spannungsverhältnis von Informations- und Geheimhaltungspflichten des Vorstands einer börsennotierten Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft eines außerbörslichen Unternehmenskaufs, hier im Rahmen des bevorstehenden Erwerbs einer Mehrheitsbeteiligung durch einen gesellschaftsfremden Erwerbsinteressenten.

Die Untersuchung widmet sich vornehmlich der Beantwortung der Frage, welche Anforderungen an die Entscheidung des Vorstands über eine Weitergabe von sensiblen und wettbewerbsrelevanten Informationen und die Zulassung einer kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung zu stellen sind, damit das Vorstandshandeln weder gegen die gesellschaftsrechtliche Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs.1 S.3 AktG und Sorgfaltspflicht aus § 93 Abs.1 S.1 AktG noch kapitalmarktrechtlich gegen das insiderrechtliche Mitteilungsverbot aus § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG verstößt.

Im ersten Teil der Arbeit wird zunächst die im Anfangsstadium eines Transaktionsprozesses regelmäßig bestehende Informationsasymmetrie dargestellt. Diese ist insbesondere durch das Bedürfnis des Erwerbsinteressenten und des Mehrheitsgesellschafters nach sensiblen und wettbewerbsrelevanten Unternehmensinformationen und das grundsätzlich fortwährende Geheimhaltungsinteresse der Zielgesellschaft sowie die Abhängigkeit aller Beteiligten von der Mitwirkung und Informationsweitergabe durch den Vorstand der Zielgesellschaft gekennzeichnet. Des Weiteren wird die rechtliche Pflichtenstellung des Vorstands der Zielgesellschaft als Adressat von Geheimhaltungspflichten und Mitteilungsverboten näher erläutert.

Der zweite Teil der Arbeit behandelt sodann die rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen einer Informationsweitergabe beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung der Weitergabe von sensiblen Informationen im Rahmen der kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung, in der es hauptsächlich zum Informationsaustausch zwischen Veräußerer bzw. Zielgesellschaft und Erwerbsinteressent und damit dem angesprochenen Spannungsverhältnis von Informations- und Geheimhaltungspflichten kommt. In diesem Zusammenhang werden auch die Wechselwirkung zwischen Due Diligence Prüfung und Kaufvertrag sowie weitere relevante rechtliche und tatsächliche Rahmenbedingungen einer Informationsweitergabe aufgezeigt, die für die Entscheidung des Vorstands der Zielgesellschaft über eine Informationsweitergabe und die rechtliche Beurteilung dieser Entscheidung von Bedeutung sind. Hierzu gehören die Möglichkeiten zur Gestaltung des Due Diligence Verfahrens und

denkbare Vereinbarungen zur größtmöglichen Sicherstellung der Vertraulichkeit des Informations-austauschs sowie andere in der Praxis gängige verfahrenstechnische Sicherheitsvorkehrungen.

Der den Schwerpunkt der Untersuchung bildende dritte Teil der Arbeit setzt sich schließlich mit der gesellschaftsrechtlichen Betrachtung des Spannungsverhältnisses von Informations- und Geheimhaltungspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft, insbesondere mit der Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs.1 S.3 AktG, auseinander. In diesem Teil wird die Berechtigung des Vorstands zur Zulassung einer Due Diligence Prüfung bzw. Informationsweitergabe untersucht und werden Anforderungen an die konkrete Vorstandsentscheidung formuliert. Im vierten Teil der Arbeit erfolgt schließlich eine ergänzende kapitalmarkt- bzw. insiderrechtliche Betrachtung des beschriebenen Spannungsverhältnisses im Lichte des insider-rechtlichen Mitteilungsverbots aus § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG.

2. Informationsbedürfnis und erforderlicher Informationsaustausch

Ausgangspunkt für die Überlegungen dieser Arbeit ist der Eindruck, dass sich der Vorstand der Zielgesellschaft eines Unternehmenskaufs in einem auf den ersten Blick unüberbrückbaren Spannungsverhältnis von Informations- und Geheimhaltungspflichten befindet. Die Zielgesellschaft hat auf der einen Seite ein Interesse an der fortwährenden Geheimhaltung sensibler Informationen, auf der anderen Seite kann sie aber auch aus unternehmerischen und strategischen Gründen ein besonderes Interesse daran haben, dass die in Aussicht stehende Veräußerung der Mehrheitsbeteiligung im konkreten Einzelfall gelingt.

Der Informationsaustausch im Vorfeld eines Unternehmenskaufs kennzeichnet sich gerade durch ein umfassendes Informationsbedürfnis des Erwerbsinteressenten, das gerade die nicht öffentlich bekannten und damit besonders wettbewerbssensible Informationen zum Gegenstand hat (z.B. zur Kaufpreisfindung), das korrespondierende Informationsbedürfnis des veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschafters und das, angesichts der noch bestehenden Unsicherheit eines Vertragsschlusses, zunächst grundsätzlich vorhandene Geheimhaltungsinteresse der Zielgesellschaft. Ergänzend wirkt die gerade bei Wettbewerbern mögliche Gefahr eines Missbrauchs offengelegter Informationen, da in diesem Stadium des Informationsaustauschs ein Erwerb immer noch scheitern kann.

Auch wenn die Zielgesellschaft börsennotiert ist, vermögen es allerdings die öffentlich verfügbaren Informationen nicht, das Informationsbedürfnis aller Beteiligten ausreichend zu

befriedigen. Als Konsequenz bleiben Mehrheitsgesellschafter und Erwerbsinteressent darauf angewiesen, dass der Vorstand der Zielgesellschaft weitere Informationen offenlegt.

3. Due Diligence Prüfung als bewährter Rahmen der Informationsweitergabe

Auch in der deutschen Unternehmenskaufpraxis hat sich gerade die Durchführung einer umfassenden kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung als Rahmen einer Informationsweitergabe zur Befriedigung der Informationsbedürfnisse aller Beteiligten derart etabliert, dass sogar rein innerdeutsche Unternehmenskäufe ohne jeden Auslandsbezug ohne die Durchführung einer sorgfältigen Unternehmensprüfung praktisch nicht mehr vorstellbar sind.

Weder ist das gesetzliche Gewährleistungssystem noch sind vertraglich vereinbarte standardisierte Garantieverprechen ohne Berücksichtigung der individuellen Verhältnisse der Zielgesellschaft geeignet, die Durchführung einer sorgfältigen Due Diligence Prüfung adäquat zu ersetzen. Nicht zuletzt setzt gerade eine interessengerechte Verhandlung und Ausgestaltung eines individuellen Gewährleistungsregimes eine ausreichende Kenntnis der Zielgesellschaft und ihrer Verhältnisse voraus.

Berücksichtigt man die möglichen Folgen einer unzureichenden Information des Erwerbsinteressenten (z.B. das Scheitern des Erwerbs, ein wesentlich niedrigerer Kaufpreis oder eine ausgeprägte Gewährleistungshaftung des Verkäufers mit der Gefahr nachvertraglicher Auseinandersetzungen), muss es nicht nur im Interesse des Erwerbsinteressenten und des Mehrheitsgesellschafters, sondern – angesichts der möglicherweise negativen Öffentlichkeitswirkung und Folgen für Ruf und Börsenwert wegen einer gescheiterten oder beispielsweise stark verzögerten Transaktion – u.U. auch im Interesse der Zielgesellschaft liegen, den Verkauf möglichst von Anfang an auf eine angemessene informatorische Grundlage zu stellen.

Dabei gilt es zu bedenken, dass weder eine durchgeführte noch eine unterlassene Due Diligence Prüfung zu einer gesteigerten oder reduzierten Aufklärungspflicht des veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschafters führt. Vielmehr verhält sich die Durchführung einer Due Diligence Prüfung demnach in dieser Hinsicht rechtlich neutral. Führt zudem der Erwerbsinteressent keine Due Diligence Prüfung durch, dann liegt auch, sollte die Vorschrift des § 442 BGB nicht bereits einzelvertraglich abbedungen sein, keine grobe Fahrlässigkeit i.S.d. § 442 Abs.1 S.2 BGB vor, die dazu führen würde, dass der Käufer Rechte bezüglich eines unbekannt gebliebenen Mangels nur geltend machen kann, wenn der Verkäufer den Mangel arglistig verschwiegen oder eine Beschaffenheitsgarantie übernommen hat. Dies folgt daraus,

dass einen Käufer keine allgemeine vorvertragliche Nachforschungspflicht trifft und eine Verkehrssitte zur Durchführung einer Due Diligence Prüfung (noch) nicht besteht.

Für den Fall, dass jedoch eine Due Diligence Prüfung möglich ist und seitens der Zielgesellschaft gestattet werden sollte, reduziert sich dann allerdings das ansonsten weite unternehmerische Ermessen eines Erwerbervorstands dahingehend, dass eine Due Diligence Prüfung grundsätzlich die einzige Möglichkeit darstellt, eine Erwerbsentscheidung auf angemessener Informationsgrundlage zu treffen. Der an einem Erwerb der Mehrheitsbeteiligung der Zielgesellschaft interessierte Vorstand einer Aktiengesellschaft kann dann nur mit Durchführung einer Due Diligence Prüfung seiner Sorgfaltspflicht aus § 93 Abs.1 S.1 AktG genügen und den Anforderungen aus § 93 Abs.1 S.2 AktG („Business Judgement Rule“) gerecht werden, wonach eine Pflichtverletzung dann nicht vorliegt, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung, die sich nachträglich als unternehmerisch falsch herausstellt, vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.

4. Gesellschaftsrechtlicher Teil

Entscheidend für die Beurteilung der Berechtigung des Vorstands der Zielgesellschaft, eine Due Diligence Prüfung zuzulassen bzw. Informationen offenzulegen, bleibt dessen Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs.1 S.3 AktG. Danach haben die Vorstandsmitglieder über vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft, namentlich Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse, die ihnen durch ihre Tätigkeit im Vorstand bekanntgeworden sind, Still-schweigen zu bewahren, wollen sie sich nicht insbesondere nach § 93 Abs.2 AktG schadensersatzpflichtig und nach § 404 Abs.1 Nr.1 AktG (zumindest hinsichtlich der unbefugten Offenbarung von Geschäftsgeheimnissen) strafbar machen sowie gemäß § 84 Abs.3 AktG eine Abberufung aus wichtigem Grund riskieren.

Die Verschwiegenheitspflicht gilt allerdings nicht ausnahmslos, sondern muss im konkreten Einzelfall, sogar im Verhältnis zu unternehmensexternen Dritten, eine Relativierung erfahren können. Dies folgt bereits aus ihrer dogmatischen Verortung nicht nur in der Sorgfaltspflicht aus § 93 Abs.1 S.1 AktG, sondern gerade auch in der organschaftlichen Treuepflicht, wonach der Vorstand mit allen Kräften die Interessen der Gesellschaft zu fördern, Schaden von ihr abzuwenden hat und allein dem Wohl der Gesellschaft verpflichtet ist.

Ohne Relativierung würde verkannt, dass die von § 93 Abs.1 S.3 AktG geschützten Geheimnisse und vertraulichen Angaben gerade im objektiven Interesse der Gesellschaft der Verschwiegenheit unterliegen, so dass diese Pflicht auch nur so weit reichen kann, wie das Unternehmensinteresse eine Geheimhaltung gebietet und, dass das Unternehmensinteresse, das sich durch die gleichberechtigten Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer, der Kunden und Lieferanten, der Gläubiger und der Öffentlichkeit definiert, aus unternehmerischer Sicht sogar die Offenbarung von an sich geheimhaltungsbedürftigen Informationen erfordern kann.

a) Berechtigung zur Informationsweitergabe außerhalb einer Due Diligence Prüfung

Die Hinzuziehung von gesetzlich oder vertraglich zur Verschwiegenheit verpflichteten externen Beratern wie Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern und Steuer- oder Unternehmensberatern, die im Interesse der Gesellschaft erforderlich wird, setzt beispielsweise eine zulässige Informationsweitergabe voraus, da ansonsten in vielen Fällen eine sachgerechte Aufgabenerfüllung durch diese nicht möglich wäre. Gleiches gilt für eine erforderliche Einbeziehung von eigenen Mitarbeitern der Gesellschaft. Auch in diesem Fall muss der Vorstand an sich geheimhaltungsbedürftige Informationen berechtigterweise weitergeben dürfen, ohne gegen seine Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs.1 S.3 AktG zu verstoßen.

Auch dem Aufsichtsrat ist es erst aufgrund der vorstandlichen Berichtspflichten und seines Rechts auf Einsichtnahme in Bücher und Schriften möglich, von den Informationen Kenntnis zu nehmen, die er benötigt, um seiner gesetzlichen Überwachungsfunktion und -pflicht i.S.d. § 111 Abs.1 AktG hinsichtlich der laufenden Geschäftsführung und Leitung des Vorstands und ihrer Recht-, Ordnungs- und auch Zweckmäßigkeit sowie seinen eigenen Sorgfaltspflichten aus §§ 116, 93 Abs.1 S.1 und 2 AktG angemessen gerecht werden zu können.

b) Zuständigkeit hinsichtlich der Zulassung einer Due Diligence Prüfung

Die Offenbarung von Geschäftsgeheimnissen ist als Leitungs- bzw. Geschäftsführungsaufgabe des Vorstands nach §§ 76, 77 AktG zu qualifizieren. Der Vorstand leitet die Gesellschaft in eigener Verantwortung nach pflichtgemäßem Ermessen, so dass es grundsätzlich seine Aufgabe sein muss, das Unternehmensinteresse im Rahmen seines Ermessensspielraums zu konkretisieren. Daher hat er auch im Wege einer Abwägung

über eine Informationsweitergabe bzw. die Zulassung einer Due Diligence Prüfung im konkreten Einzelfall zu entscheiden, sofern die Satzung der Zielgesellschaft oder die Geschäftsordnung des Vorstands in Bezug auf den Aufsichtsrat nicht doch einen zusätzlichen Zustimmungsvorbehalt für diesen vorsehen sollten. Angesichts der Bedeutung und Tragweite der Entscheidung setzt die Zulassung einer Due Diligence Prüfung grundsätzlich auch einen einstimmigen Beschluss des Gesamt-vorstands als Kollegialorgan i.S.d. § 77 Abs.1 AktG voraus, wenn nicht Satzung oder Geschäftsordnung abweichend bereits eine einfache Mehrheitsentscheidung ausreichen lassen.

Nicht zuletzt da einem Beschluss zu entnehmen sein kann, wie der Vorstand das Interesse der Zielgesellschaft an der bevorstehenden Transaktion und der damit verbundenen und erforderlich werdenden Offenlegung von Unternehmensinterna definiert, sollte dieser schriftlich ge-fasst werden und sollte der Vorstand sorgfältig dokumentieren und begründen, warum das Unternehmensinteresse eine Offenlegung trägt. Nur so gelingt der Nachweis, dass der Vor-stand berechtigterweise glauben durfte, im besten Interesse der Gesellschaft zu handeln und, dass die erhofften Vorteile einer Informationsweitergabe auch im Verhältnis mit den damit verbundenen Risiken im konkreten Einzelfall überwogen haben.

c) Berechtigung zur Informationsweitergabe im Rahmen einer Due Diligence Prüfung

Im Rahmen einer kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung verstößt der Vorstand mit einer Informationsweitergabe an den Erwerbsinteressenten bzw. Mehrheitsgesellschafter im Er-gebnis dann nicht gegen seine Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs.1 S.3 AktG, wenn und soweit die Informationsweitergabe durch einen Vorstandsbeschluss legitimiert und als Er-gebnis einer in pflichtgemäßem Ermessen sorgfältig durchgeführten Gesamtabwägung aller Vor- und Nachteile sowie Chancen und Risiken im konkreten Einzelfall durch ein objektives, das Geheimhaltungsinteresse überwiegendes Unternehmensinteresse gedeckt ist. Darüber hinaus muss eine weitere Geheimhaltung der offenzulegenden Informationen durch die Unterzeichnung eines sog. „Letter of Intent“ bzw. einer zusätzlichen (möglichst vertragsstrafbewehrten) Vertraulichkeitsvereinbarung mit allen an der Transaktion Beteiligten weitestgehend sichergestellt werden.

Durch einen Letter of Intent, mit dessen Unterzeichnung ein Erwerbsinteressent seine Solvenz und Bonität nachweist und die Ernsthaftigkeit seines Erwerbsinteresses manifestiert, können schließlich nicht nur verhandlungspsychologisch erste Ergebnisse festgehalten, der weitere Erwerbsprozess strukturiert sowie eine Exklusivität der Verhandlungen erreicht wer-

den, sondern können auch im Sinne der Zielgesellschaft qualifizierte Abwerbe- und Anstellungs- bzw. Beschäftigungsverbote und Wettbewerbsverbote sowie Vertraulichkeitsregelungen und „break-up-fee“-Klauseln vereinbart werden. Auch eröffnet eine vertragsstrafenbewehrte Vertraulichkeitsvereinbarung, die nicht nur die Vereinbarung wechselseitigen Stillschweigens über sämtliche ausgetauschten Informationen und die Tatsache der Verhandlungen selbst, sondern auch Rückgabe- und Vernichtungsabreden zum Gegenstand haben kann, Möglichkeiten, eine fortwährende Geheimhaltung sensibler Informationen zu gewährleisten. Dennoch muss angesichts verbleibender Beweisschwierigkeiten im Verletzungsfall festgehalten werden, dass der sowohl mit einem Letter of Intent als auch mit einer Vertraulichkeitsvereinbarung bezweckte Schutz nur begrenzt sein kann.

Die Gesamtabwägung über eine Informationsweitergabe verlangt dem Vorstand allerdings keine „Alles-oder-nichts“-Entscheidung ab. Vielmehr steht ihm bei der Leitung der Gesellschaft und auch bei der Entscheidung über eine Informationsweitergabe ein weiter autonomer, unternehmerischer Handlungs- bzw. Ermessensspielraum zu, ohne den ansonsten eine unternehmerische Tätigkeit kaum denkbar wäre. Dem Vorstand verbleibt daher ein gewisser Spielraum und eine Einzelentscheidung darüber, ob und inwiefern er Informationen offenbart. Er muss aber in jedem Fall i.S.d. §§ 93 Abs.2, Abs.1 S.2 AktG („Business Judgement Rule“) darlegen und beweisen, dass er die für die Entscheidung über die Zulassung einer Due Diligence Prüfung erforderlichen und wesentlichen Informationen ausreichend ermittelt und sorgfältig bewertet und er die umfassende Gesamtabwägung aller Vor- und Nachteile sowie Chancen und Risiken einer Informationsweitergabe bzw. erfolgreichen Transaktion für die Zielgesellschaft selbst aufgrund der ihm verfügbaren Erkenntnisse sorgfältig i.S.d. §§ 76, 93 AktG ausschließlich zum Wohle der Gesellschaft vorgenommen hat. Darüber hinaus muss er darlegen und beweisen, dass er die maßgeblichen und keine sachfremden Interessen berücksichtigt und auch die erforderlichen und ihm im Rahmen einer Informationsweitergabe zur Verfügung stehenden verfahrenstechnischen Maßnahmen zur Begrenzung eines Missbrauchsrisikos eingesetzt und Sicherheitsvorkehrungen getroffen hat. Eine abgestufte, sich am Verhandlungsfortschritt orientierende Informationsweitergabe und ein ordentlich geführter Datenraum haben sich dabei bewährt und sind für ein geordnetes Informationsmanagement unerlässlich. Der Einsatz neutraler, zur Vertraulichkeit verpflichteter Due Diligence Prüfer, die weder in einem laufenden Mandatsverhältnis mit dem Erwerbsinteressenten noch dem Mehrheitsgesellschafter bzw. der Zielgesellschaft stehen und sich bei ihren Ausführungen auf die Zusammenfassung von Fakten ohne

subjektive und parteiliche Einschätzungen und Prognosen beschränken, stellt jedoch, genauso wie die Erstellung eines verkürzten Due Diligence Berichts, lediglich eine zusätzliche Möglichkeit der Gestaltung des Informationsprozesses dar. Der Einsatz neutraler Prüfer ist aber nicht in jedem Fall Voraussetzung einer berechtigten Informationsweitergabe.

Der Vorstand muss zudem seine einzelfallbezogene Gesamtabwägung ausschließlich im Lichte des übergeordneten Unternehmensinteresses frei vornehmen und darf dabei keine sachfremden Erwägungen berücksichtigen. Haftungsfreistellungs- und pauschale Offenlegungsvereinbarungen, die den Vorstand u.U. zur pauschalen Offenlegung von Interna der Zielgesellschaft gegen Zusicherung der Freistellung von Haftungsansprüchen veranlassen, und auch möglicherweise durch den Mehrheitsgesellschafter im Zusammenhang der Informationsweitergabe gewährte finanzielle Incentivierungen zur Förderung der Informationsbereitschaft des Vorstands stehen daher einer berechtigten Informationsweitergabe grundsätzlich entgegen. Schließlich halten diese Vereinbarungen den Vorstand geradezu zur Vernachlässigung und sogar Verletzung seiner ihm gegenüber der Zielgesellschaft auferlegten Pflichten nach §§ 76, 93 AktG und auch organschaftlichen Treuepflicht an und bewegen und motivieren den Vorstand dazu, Informationen offenzulegen, ohne eine angemessene einzelfallbezogene und allein am Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft ausgerichtete Gesamtabwägung über eine Informationsweitergabe vorgenommen zu haben.

Eine ausnahmslose Neutralitätspflicht des Vorstands kann hier allerdings hinsichtlich der Zusammensetzung des Aktionärskreises nicht angenommen werden, auch wenn es der Zielgesellschaft grundsätzlich gleichgültig ist, wer ihre Aktionäre sind und sich der Vorstand der Zielgesellschaft in gewisser Weise ohne zielgerichtete Einflussnahme auf die Aktionärsstruktur sogar neutral verhalten muss, da ihm keine Entscheidungsbefugnis darüber zusteht, wen genau die Zielgesellschaft zum Aktionär haben soll und wen nicht. Das in einer Informationsweitergabe zu sehende mittelbare Eingreifen in die Zusammensetzung des Aktionärskreises, das die Transaktion fördern und damit Auswirkungen auf die Aktionärsstruktur haben kann, ist vielmehr gerechtfertigt, wenn die Veränderung auf der Aktionärssebene auf das Unternehmensinteresse „durchschlägt“ und dieses gerade in diesem Einzelfall eine Zulassung einer Due Diligence Prüfung gebietet bzw. das Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft überwiegt.

Des Weiteren folgt aus der Pflicht des Vorstands, die Interessen der Zielgesellschaft zu wahren und zu fördern, umgekehrt auch die Pflicht, eine Transaktion, die offensichtlich den Interessen der Zielgesellschaft widerspricht, nicht durch Offenbarung von Unternehmensinterna über das erforderliche Maß hinaus zu unterstützen. Dies gilt auch, obwohl zu berücksichtigen ist, dass die aktienrechtliche Treuepflicht der Gesellschaft gegenüber ihrem Gesellschafter eine Informationsweitergabe gerade erfordern kann, damit eine Veräußerung der Mehrheitsbeteiligung angesichts des Informationsbedarfs eines Erwerbsinteressenten überhaupt möglich ist und es zu keiner faktischen „Vinkulierung“ der Beteiligung kommt.

Auch wenn der Vorstand im Übrigen dem Mehrheitsgesellschafter Geschäftsgeheimnisse für eine Due Diligence Prüfung zukommen lässt, verpflichtet dies den Vorstand weder dazu, diese Informationen aus Gründen der informationellen Gleichbehandlung auf Verlangen anderen Aktionären in einer Hauptversammlung nach § 131 Abs.4 S.1 AktG ebenfalls zu erteilen noch dazu, diese Informationen anderen Aktionären allein aus Gründen des Gleichbehandlungsgebots aus § 53 a AktG zukommen zu lassen. Selbst wenn man überhaupt annehmen wollte, dass mit einer Informationsweitergabe an einen anderen Kleinaktionär „Gleiches“ vorliegen würde, das gleich zu behandeln wäre, lässt sich dies sogar ganz unabhängig von einer möglichen Verweigerung der Auskunft durch den Vorstand in einer Hauptversammlung nach § 131 Abs.3 S.1 Nr.5 AktG i.V.m. § 404 Abs.1 Nr.1 AktG damit erklären, dass eine Ungleichbehandlung im vorliegenden Fall der bevorzugten und ausschließlichen Weitergabe von Informationen an den veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschafter zumindest sachlich gerechtfertigt und nicht willkürlich wäre. Auch diese Erkenntnis gilt es im Zusammenhang der Beurteilung der Berechtigung des Vorstands der Zielgesellschaft zur Informationsweitergabe zu berücksichtigen.

Wenn schließlich der Vorstand der Zielgesellschaft infolge seiner Gesamtabwägung zu dem Ergebnis gelangt, dass ein das Geheimhaltungsinteresse überwiegendes Unternehmensinteresse an der Weitergabe von Informationen an den Erwerbsinteressenten bzw. Mehrheitsgesellschafter besteht, ist er auch zur Weitergabe von Informationen an die externen Berater (wie z.B. Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, M&A-Berater) und Mitarbeiter des Erwerbsinteressenten sowie des Mehrheitsgesellschafters und auch die eigenen externen Berater und die eigenen Mitarbeiter berechtigt, deren Einbindung in den Transaktionsprozess im Unternehmensinteresse liegt bzw. betriebsorganisatorisch im

Rahmen der Due Diligence Prüfung erforderlich ist, vorausgesetzt diese unterliegen alle ebenfalls einer gesetzlichen, berufsrechtlichen oder aber gesondert vertraglichen Verschwiegenheitspflicht und der Vorstand ergreift alle ihm verfahrenstechnisch zur Verfügung stehenden Sicherheitsvorkehrungen, die im konkreten Einzelfall erforderlich sind, um das Risiko eines Missbrauchs der offengelegten Informationen angemessen zu verringern.

Zur Gewährleistung der dem eigenen Aufsichtsrat gesetzlich nach § 111 Abs.1 AktG übertragenen Überwachungsaufgabe kann sich allerdings der Vorstand der Zielgesellschaft gegenüber dem Aufsichtsrat grundsätzlich nicht auf seine Verschwiegenheitspflicht berufen, sondern muss er darauf vertrauen, dass sich die Aufsichtsratsmitglieder an ihre eigene Verschwiegenheitspflicht aus §§ 116 S.2, 93 Abs.1 S.3 AktG und ihre allgemeinen organschaftlichen Treue- und Loyalitätspflichten gegenüber der Gesellschaft halten. Vielmehr ist der Vorstand zur Informationsweitergabe berechtigt und verpflichtet, ohne gegen seine Verschwiegenheitspflicht zu verstoßen. Befindet sich daher ein Aufsichtsratsmitglied angesichts des bevorstehenden Unternehmenskaufs in einem Interessenkonflikt, dann hat der Aufsichtsrat selbst bzw. dessen Vorsitzender seinerseits in geeigneter Weise zu gewährleisten, dass eine rechtsmissbräuchliche oder funktionswidrige Verwendung der Informationen unterbleibt und darf der Vorstand ein etwaiges Berichtsverlangen nicht aus eigenem Ermessen zurückweisen.

5. Kapitalmarktrechtlicher Teil

Da es sich bei der Zielgesellschaft um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt und regelmäßig im Rahmen einer Due Diligence Prüfung auch Insiderinformationen i.S.d. § 13 WpHG offenbart bzw. zugänglich gemacht werden sollen, muss sich die Zulässigkeit einer Informationsweitergabe durch den Vorstand der Zielgesellschaft im Rahmen einer kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung auch kapitalmarktrechtlich am strafbewehrten Mitteilungsverbot aus § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG messen lassen. Danach ist es verboten, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen.

Nicht nur der Vorstand der Zielgesellschaft, sondern auch der Mehrheitsgesellschafter, der Erwerbsinteressent und sämtliche in die Due Diligence Prüfung und Informationsweitergabe auf allen Seiten gezielt und bestimmungsgemäß eingebundenen Berater und Mitarbeiter unterliegen dabei als Primärinsider i.S.d. § 38 Abs.1 Nr.2 a)-c) WpHG, d.h. als Organinsider, Beteiligungsinsider, bzw. Berufs-, Tätigkeits oder Aufgabeninsider den strafbewehrten Insi-

derverboten des § 14 WpHG. Dies folgt daraus, dass sie aufgrund ihrer Stellung oder Beteiligung bzw. aufgrund ihrer aufgaben- und berufsbedingten Tätigkeit Kenntnis von Insiderinformationen erhalten.

Da es sich bei dem Merkmal „unbefugt“ um einen unbestimmten Rechtsbegriff handelt, sind bei einer Auslegung vor allem Sinn und Zweck des Mitteilungsverbots zu berücksichtigen. Während es bei § 93 AktG um die Wahrung der individuellen Belange der Gesellschaft geht, schützen die Insiderregeln in erster Linie die Funktionsfähigkeit, Fairness, Transparenz und Integrität des organisierten Kapitalmarkts. Der primäre Zweck des Mitteilungsverbots besteht genauer darin, das Risiko von Insidergeschäften dadurch zu minimieren und das schutzwürdige Vertrauen der Anlegerschaft in eine informationelle Chancengleichheit dadurch zu gewährleisten, dass der Kreis möglicher Insider präventiv so klein wie möglich gehalten wird, auch wenn es den Kapitalmarktteilnehmern grundsätzlich bewusst ist, dass auch börsennotierte Gesellschaften im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit zwangsläufig auch (unternehmerischen Notwendigkeiten entsprechend) darauf angewiesen sein können, sensible Informationen nicht nur intern, sondern auch an Geschäftspartner und eigene Berater weiterzugeben, ohne diese gleich öffentlich bekannt machen zu wollen bzw. zu müssen. Aufgrund der unterschiedlichen Schutzrichtungen macht eine aktienrechtlich zulässige Informationsweitergabe damit nicht per se auch die Weitergabe von Insiderinformationen zu einer „befugten“ Weitergabe, da andernfalls die Belange des Insiderrechts und die Funktionserfordernisse des Kapitalmarkts bei der Beurteilung der Weitergabebefugnis nicht ausreichend Berücksichtigung finden würden.

a) Berechtigung zur Informationsweitergabe außerhalb einer Due Diligence Prüfung

Bei der Auslegung des unbestimmten Rechtsbegriffs „unbefugt“, sind nicht nur die deutschen Gesetzesbegründungen zum Wertpapierhandelsgesetz und den Insiderverboten, sondern auch die Vorgaben der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.01.2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.04.2003, S. 16 ff.), gerade die Vorgaben aus Art. 3 lit. a), auf deren Inhalt die Fassung des § 14 WpHG maßgeblich zurückzuführen ist, im Wege einer richtlinienkonformen Auslegung zu berücksichtigen. Danach soll Personen die Weitergabe einer Insiderinformation untersagt sein, „soweit dies nicht in einem normalen Rahmen in Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufs oder in Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht“. Den ergänzenden Vorgaben des

Europäischen Gerichtshofs zufolge (EuGH v. 22.11.2005 – Rs C-384/02 („Grøngaard und Bang“)), soll eine Mitteilung von Insiderinformationen sogar noch restriktiver nur dann befugt sein, wenn sie für die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder für die Erfüllung einer Aufgabe nicht nur erforderlich, sondern sogar „unerlässlich“ ist und dabei der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit derart beachtet wird, dass die betreffende Informationsweitergabe auch nach einer Abwägung zwischen der Schutzrichtung des Weitergabeverbots und des Grundes der Tätigkeit als gerechtfertigt bzw. verhältnismäßig erscheint.

Die kapitalmarktrechtliche Zwecksetzung des Mitteilungsverbots ist allerdings auch im Verhältnis zu anderen Rechtsnormen, schützenswerten Interessen sowie betrieblichen Erfordernissen zu sehen. Würde man ein umfassendes Mitteilungsverbot annehmen, würde dies bedeuten, dass einschneidend und unverhältnismäßig in Informationsflüsse, wie sie für die Funktionsfähigkeit anerkannter Institutionen bzw. von Unternehmen erforderlich und zum Teil sogar gesetzlich geboten sind, eingegriffen würde.

Eine Weitergabe von Insiderinformationen muss daher grundsätzlich bereits als „befugt“ angesehen werden, wenn sie (zur Wahrung der Einheit der Rechtsordnung) in Erfüllung gesetzlich gebotener Mitteilungspflichten erfolgt, die sich gegenüber dem allgemeinen Insiderverbot durchsetzen (z.B. Mitteilung von Insiderinformationen seitens des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat in Erfüllung gesetzlicher Berichtspflichten), da sie dann in jedem Fall unerlässlich ist. Gleiches gilt wenn die Weitergabe von Insiderinformationen betriebsorganisatorisch nicht nur sinnvoll und vernünftig, sondern vielmehr auch erforderlich und damit quasi unerlässlich erscheint, wie u.U. im Fall einer Informationsweitergabe an eigene Mitarbeiter oder auch externe Berater der Zielgesellschaft, die zu ihrer Aufgabenerfüllung auf die betreffenden Informationen angewiesen sind.

b) Berechtigung zur Informationsweitergabe im Rahmen einer Due Diligence Prüfung

Auch verstößt eine Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen einer kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung an den Erwerbsinteressenten und veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschafter nicht gegen § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG und ist damit als „befugt“ anzusehen, wenn sie im konkreten Einzelfall nicht bereits gegen die Verschwiegenheitspflicht des Vorstands aus § 93 Abs.1 S.3 AktG verstößt und damit bereits aktienrechtlich zulässig ist, infolge einer Gesamtabwägung das schutzwürdige

Unternehmensinteresse an der Weitergabe von Informationen und die Vorteile einer für die Gesellschaft erfolgreichen Transaktion, die auch im Vorfeld eine Offenlegung sensibler Informationen erfordert, die möglicherweise entstehenden Nachteile für den Kapitalmarkt und den Insiderschutz überwiegen und als vorrangig erscheinen und die Informationsweitergabe zur Befriedigung dieses Unternehmensinteresses damit als unerlässlich angesehen werden muss. Darüber hinaus setzt eine befugte Weitergabe voraus, dass die Weitergabe der Informationen den in der Praxis gängigen Verfahrensabläufen einer Due Diligence Prüfung entspricht und auch durch angemessene Sicherheitsvorkehrungen, z.B. „Compliance“-Maßnahmen, den Gefahren eines Missbrauchs der offengelegten Insiderinformationen angemessen begegnet wird. Wenn der Vorstand seine Gesamtabwägung unter Berücksichtigung des übergeordneten Unternehmensinteresses rechtsfehlerfrei vornimmt und die grundsätzliche Begrenzung seiner Informationsbefugnis durch seine Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs.1 S.3 AktG beachtet, dann handelt er auch entsprechend der ihm in der Zielgesellschaft zugewiesenen Funktion in Erfüllung seiner Aufgaben und unter den vorgenannten Voraussetzungen auch „in einem normalen Rahmen“.

Gibt der Vorstand im Rahmen einer Due Diligence Prüfung Insiderinformationen ausschließlich an den Erwerbsinteressenten und den veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschafter weiter, dann erhalten diese zwar einen Informationsvorsprung gegenüber den übrigen Anlegern und auch Aktionären der Zielgesellschaft, die nicht über diese Informationen verfügen. Diese werden damit auf den ersten Blick informationell ungleich behandelt bzw. benachteiligt, so dass der Schutzzweck des Wertpapierhandelsgesetzes und der Insiderverbote betroffen sein könnte. Dennoch werden die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und das Vertrauen der Anlegerschaft insbesondere aus den folgenden Gründen nicht über Gebühr beeinträchtigt, so dass diese Ungleichbehandlung nicht dagegen spricht, die Informationsweitergabe des Vorstands im Rahmen einer kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung doch als insiderrechtlich befugt anzusehen wenn es um die Offenlegung von Insiderinformationen geht:

Ein typischerweise durch die Insiderregeln zu vermeidendes Informationsdefizit des veräußernden Nicht-Insiders gegenüber dem erwerbenden Insider liegt nicht vor, da der Mehrheitsgesellschafter infolge der Due Diligence Prüfung regelmäßig denselben Kenntnisstand aufweist wie der Erwerbsinteressent und von den Insiderinformationen erfährt oder aber bewusst auf deren Kenntnis verzichtet, wenn er den Vorstand der Zielgesellschaft veranlasst,

dem Erwerbsinteressenten eine Due Diligence Prüfung zu gestatten, ohne selbst von deren Ergebnissen bzw. den relevanten Informationen Kenntnis zu nehmen. Der Kreis der Insider wird auch nicht zu Unrecht erweitert. Der Erwerbsinteressent tätigt in Kenntnis der Informationen kein verbotenes Insidergeschäft i.S.d. § 14 Abs.1 Nr.1 WpHG, da er im Falle eines Erwerbs lediglich seinen ursprünglichen Erwerbsentschluss, mit dem er in die Verhandlungen eingetreten ist, realisiert, wenn er die ursprünglich ins Auge gefasste Beteiligung erwirbt, aber Insiderinformationen beim Erwerb nicht verwendet. Wenn die nach Fassung des grundsätzlichen Erwerbsentschlusses erlangten Due Diligence Erkenntnisse bzw. Insiderinformationen lediglich zu einer Bestätigung bzw. Bestärkung des ursprünglichen Erwerbsplanes bzw. -entschlusses führen, liegt gerade kein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot vor, da es am für ein Insidergeschäft erforderlichen Ursachenzusammenhang zwischen Kenntnis und Erwerbsentschluss fehlt. Die Insiderverbote aus § 14 Abs.1 WpHG i.V.m. §§ 38 Abs.1 Nr.1, Nr.2 c), 39 Abs.2 Nr.3 und 4 WpHG hindern außerdem den Erwerbsinteressenten als Primärinsider daran, über seinen ursprünglichen Erwerbsentschluss hinaus weitere Aktien unter Verwendung der erst im Rahmen einer Due Diligence Prüfung offenbarten Insiderinformationen zu erwerben (sog. „alongside-purchases“) bzw. Insiderinformationen weiterzugeben oder aber einem anderen den Erwerb oder die Veräußerung der Insiderpapiere zu empfehlen, so dass er sich den Informationsvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern auch nicht zunutze machen kann. Bei Kenntnis von negativen Informationen nimmt der Erwerbsinteressent zudem im äußersten Fall Abstand von seinen Erwerbsplänen. Dies ist nicht weiter schädlich, da es dann bereits an einem tatbestandlichen Erwerben oder Veräußern i.S.d. § 14 Abs.1 Nr.1 WpHG fehlen würde und das Unterlassen des Erwerbs von Insiderpapieren aufgrund der Kenntnis von Insiderinformationen durch die Insiderregeln gerade nicht verhindert, sondern sogar gefördert werden soll. Darüber hinaus werden die weiteren Anleger (auch die, die bereits Aktionäre der Gesellschaft sind) nicht zu Unrecht ungleich i.S.d. § 53 a AktG behandelt, wenn der veräußerungswillige Mehrheitsgesellschafter, der nicht über alle im Rahmen einer Due Diligence Prüfung regelmäßig nachgefragten Informationen verfügt, die Zielgesellschaft bittet, dem Erwerbsinteressenten Unternehmensinterna im Rahmen einer Due Diligence Prüfung offenzulegen. Vielmehr bestehen hier wesentliche Unterschiede zwischen der Informationsweitergabe im Vorfeld einer anstehenden Veräußerung der Mehrheitsbeteiligung an den veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschafter bzw. einen Erwerbsinteressenten, der regelmäßig unternehmerischen Einfluss auf die Zielgesellschaft

ausüben will und daher einen im Vergleich zu einem rein auf Kapitalanlage gerichteten Erwerb einer Beteiligung gesteigerten Informationsbedarf hat und einer Informationsweitergabe an einen institutionellen Anleger bzw. anderen Aktionär. Selbst wenn man überhaupt „Gleiches“ annehmen wollte, das ungleich behandelt werden könnte, ist diese informationelle Ungleichbehandlung zumindest sachlich gerechtfertigt und nicht willkürlich.

Wenn schließlich die Weitergabe von Insiderinformationen an den Erwerbsinteressenten bzw. Mehrheitsgesellschafter im Ergebnis befugt ist, ist regelmäßig nach denselben Maßstäben auch die Informationsweitergabe an die in die Due Diligence Prüfung einbezogenen externen Berater und eigenen Mitarbeiter aller Beteiligten, d.h. des Erwerbsinteressenten und veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschafters sowie auch der Zielgesellschaft, befugt, die unmittelbar zur Organisation, Vorbereitung, Begleitung bzw. Durchführung einer Due Diligence Prüfung bestimmungsgemäß Kenntnis von Insiderinformationen erhalten und für deren sachgerechte Aufgabenerfüllung eine Kenntnis unerlässlich ist. Im Sinne einer ordnungsgemäßen „Compliance“ ist der Vorstand der Zielgesellschaft dann allerdings hinsichtlich der Weitergabe von Insiderinformationen an eigene Mitarbeiter auch verpflichtet, geeignete organisatorische Maßnahmen wie beispielsweise durch Schaffung von betriebsinternen funktional und räumlich getrennten Vertraulichkeitsbereichen (sog. „chinese walls“) zu treffen, um Insider-verstößen seitens der eigenen Mitarbeiter vorzubeugen bzw. zu gewährleisten, dass der Zugang zu Insiderinformationen auf diejenigen Mitarbeiter beschränkt bleibt, die die jeweiligen Insiderinformationen tatsächlich zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben im Zusammenhang mit der Due Diligence Prüfung auch benötigen. Dies gilt, obwohl die Nichtergreifung ausreichender Maßnahmen die Informationsweitergabe nicht „unbefugt“ macht, sondern sich der Vorstand in diesem Fall lediglich sorgfaltswidrig i.S.d. § 93 Abs.1 S.1 AktG verhält.

Wird der Vorstand letztlich infolge der Informationsweitergabe an den Mehrheitsgesellschaftler mit einem Auskunftsverlangen nach § 131 Abs.4 S.1 AktG konfrontiert, das darauf gerichtet ist, dem die Auskunft verlangenden Aktionär in der Hauptversammlung die Insiderinformationen zu offenbaren, die der Vorstand außerhalb der Hauptversammlung ausschließlich dem veräußerungswilligen Mehrheitsgesellschaftler offenbart hat, dann muss er zur Wahrung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts entweder im Ergebnis gleichzeitig mit der Auskunftserteilung in der Hauptversammlung den Vorgaben aus § 15 WpHG entsprechend die Bereichsöffentlichkeit hinsichtlich der zur

Offenbarung anstehenden Insiderinformation herstellen. Dann liegt infolge der Veröffentlichung keine Insiderinformation mehr vor. Andernfalls muss er als ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter i.S.d. § 93 Abs.1 S.1 AktG zur Wahrung der informationellen Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer und ihrer Chancen die Auskunftserteilung nach § 131 Abs.3 S.1 Nr.5 AktG i.V.m. §§ 38 Abs.1 Nr.2 a), 39 Abs.2 Nr.3 WpHG i.V.m. § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG mit dem Hinweis darauf verweigern, dass er sich ansonsten bei einer Erteilung der Auskunft in der Hauptversammlung wegen Verstoßes gegen § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG strafbar machen würde.

6. Ergebnis

Im Ergebnis lässt sich damit festhalten, dass sowohl aus gesellschafts- als auch aus kapitalmarktrechtlicher Sicht die Weitergabe von Gesellschaftsgeheimnissen und Insiderinformationen seitens des Vorstands der Zielgesellschaft eines Unternehmenskaufs im Rahmen einer kaufvorbereitenden Due Diligence Prüfung unter gewissen Voraussetzungen im konkreten Einzelfall berechtigt und befugt sein kann und der Vorstand dabei nicht gegen seine gesellschaftsrechtliche Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs.1 S.3 AktG und das insiderrechtliche Mitteilungsverbot aus § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG verstößt. Nicht nur in den zur Wahrung der Rechtsordnung einschlägigen Fällen, sondern auch im Interesse der Gewährleistung eines funktionierenden Marktes für erfolgreiche Unternehmenskäufe muss dies auch möglich sein.