



Christian Moritz Schulte

Insiderrechtliche Probleme bei der Due Diligence

Erster Teil: Einleitung

A. Einführung in die Problematik

Käufe und Verkäufe von Unternehmen, Unternehmensteilen und Unternehmensbeteiligungen bilden einen Kernbereich des Wirtschaftslebens. Für den Ablauf derartiger Geschäfte haben sich Standards herausgebildet, die sowohl beim Erwerb deutscher Unternehmen durch ausländische Investoren als auch bei Transaktionen ohne direkten Auslandsbezug zum Tragen kommen. Einer dieser Standards besteht darin, dass sich der Kaufinteressent vor seiner Transaktionsentscheidung darum bemüht, sich ein genaues Bild von den Verhältnissen der Zielgesellschaft zu machen. Dafür bedeutsam sind neben den öffentlich zugänglichen vor allem auch interne Unternehmensinformationen, deren Offenlegung der Kaufinteressent in aller Regel von den Entscheidungsträgern der Zielgesellschaft erbittet. Stehen diese der vom Kaufinteressenten ins Auge gefassten Transaktion positiv gegenüber, so kommen sie der Bitte zumeist nach und ermöglichen dem Kaufinteressenten die Durchführung einer Due Diligence, d.h. einer umfassenden transaktionsvorbereitenden Prüfung der Zielgesellschaft.

Die soeben geschilderte Praxis wirft eine Vielzahl von Rechtsfragen auf. Klärungsbedürftig ist neben kauf- und gesellschaftsrechtlichen Aspekten, mit denen sich die vorliegende Arbeit nicht befasst, insbesondere das Verhältnis der Due Diligence zur Regelung des Insiderhandels im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Mit dem Begriff „Insiderhandel“ bezeichnet man gemeinhin das Ausnutzen nicht öffentlich bekannter Informationen bei Geschäften in öffentlich gehandelten Wertpapieren. Dem Insiderhandel wird überwiegend eine marktschädigende Wirkung beigemessen, da er das Vertrauen der Anleger in die Integrität des Marktes beeinträchtige. Er hat daher auch in Deutschland eine gesetzliche Regelung erfahren, für deren Anwendungsbereich das in § 13 WpHG¹ definierte Merkmal der Insiderinformation entscheidend ist. Der Umgang mit Insiderinformationen unterliegt danach engen Beschränkungen, insbesondere in Gestalt der in § 14 Abs. 1 niedergelegten Insiderverbote. Für die Due Diligence sind diese Verbote deshalb bedeutsam, weil sie wie gesehen gerade darauf angelegt ist, dem an einem Unternehmens- oder Beteiligungskauf Interessierten Informationen zu verschaffen, die nicht öffentlich bekannt sind und die von diesem somit bei Wertpapiergeschäften ausgenutzt werden könnten.

1 §§ ohne Gesetzesangabe sind im Folgenden solche des WpHG.

B. Gegenstand und Gang der Untersuchung

Ziel der vorliegenden Abhandlung ist es, die sich im Spannungsfeld von Due Diligence und Insiderverboten ergebenden Fragen zu klären, wobei davon ausgegangen wird, dass es sich bei der Zielgesellschaft um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt und dass unter den im Zuge der Due Diligence offen gelegten Informationen auch Insiderinformationen i.S.v. § 13 sind. Zu diesem Zweck wird im zweiten Teil der Arbeit zunächst die Due Diligence beleuchtet. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Funktionen und dem typischen Ablauf. Anschließend werden der Begriff und die Formen des Insiderhandels erörtert, und es wird dessen rechtliche Erfassung in Deutschland dargestellt. In den folgenden vier Teilen wird sodann untersucht, inwieweit die an einer Due Diligence Beteiligten Gefahr laufen, einen der strafbewehrten Verbotstatbestände des § 14 Abs. 1 zu verwirklichen, und welche Auswirkungen auf die Transaktionspraxis sich daraus jeweils ergeben. So wird im dritten Teil thematisiert, ob es in der Sphäre der Zielgesellschaft bereits im Rahmen der Vorbereitung einer Due Diligence zu Verstößen gegen das insiderrechtliche Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 kommen kann. Der vierte Teil ist der Informationsoffnenlegung durch die Zielgesellschaft gegenüber dem Due Diligence-Team des Kaufinteressenten gewidmet, wobei wiederum § 14 Abs. 1 Nr. 2 den rechtlichen Anknüpfungspunkt bildet. Im fünften Teil werden sodann die insiderrechtlichen Aspekte der Berichterstattung des Due Diligence-Teams an die Entscheidungsträger des Kaufinteressenten analysiert. Neben dem insiderrechtlichen Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 wird dabei das Empfehlungs- und Verleitungsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 3 in den Blick genommen. Auch der sechste Teil befasst sich mit insiderrechtlichen Problemen in der Sphäre des Kaufinteressenten. So wird dort der Frage nachgegangen, inwieweit es nach Abschluss der Due Diligence zu Verstößen der vertretungsberechtigten Organmitglieder des Kaufinteressenten gegen das Insiderhandelsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 1 kommen kann. Im siebten Teil findet sich schließlich eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse.