



Julia Launhard

**Geheimhaltung und Offenlegung
bei der Due Diligence anlässlich
der Vorbereitung eines Unternehmens-
bzw. Beteiligungskaufs**

E. Information und Geheimhaltung im Wertpapierhandelsgesetz

Nachdem festgestellt wurde, dass die Gestaltung und Durchführung einer Due Diligence unter aktienrechtlichen Gesichtspunkten zulässig sein kann⁴⁰⁸, wird im Folgenden zu untersuchen sein, ob selbiges auch unter wertpapierhandelsrechtlichen Aspekten gilt.

Maßgeblich hierfür ist das Wertpapierhandelsgesetz, welches durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz, AnlSVG)⁴⁰⁹ geändert wurde. Das durch das AnlSVG geänderte WpHG sowie die zur Präzisierung desselbigen erlassene Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) dienen der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie⁴¹⁰ sowie der mit dieser in Zusammenhang stehenden Durchführungsrichtlinien⁴¹¹ und Durchführungsverordnungen⁴¹² der Europäischen Kommission in deutsches Recht.

Zu den wichtigsten Regelungen des WpHG gehören unter anderem das Verbot so genannter Insidergeschäfte nach § 14 WpHG sowie die Ad-hoc-Publizi-

408 Vgl. dazu D.

409 BGBL I 2004, 2630.

410 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEG Nr. L 96, 16 vom 12. April 2003.

411 Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und Veröffentlichung von Insiderinformationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABIEG Nr. L 339, 70 vom 24. Dezember 2003; Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABIEG Nr. L 339, 73 vom 24. Dezember 2003; Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, zulässige Marktpraktiken, Definition von Insiderinformation in Bezug auf Warenterivate, Erstellung von Insiderverzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABIEG Nr. L 162, 70 vom 30. April 2004.

412 Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABIEG Nr. L 336, 33 vom 23. Dezember 2003.

tätspflicht des Emittenten nach § 15 WpHG, welche Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot durch die Veröffentlichungspflicht die Grundlage nehmen soll.

Aus diesen Regelungen ergeben sich für die vorliegende Untersuchung folgende Fragen: Nachdem festgestellt worden sein wird, dass die Anwendbarkeit der Vorschriften des WpHG nicht durch die aktienrechtlichen Wertungen eingeschränkt wird (dazu unten unter I.), stellt sich zunächst die Frage, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft einem Anteilseigner oder einem potentiellen Erwerber im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung (Insider-) Informationen zu kommen lassen darf (sog. Weitergabeverbot, § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, dazu unter II., dort auch zu der Folgefrage, ob der verkaufswillige Anteilseigner, der solche Informationen vom Vorstand erhalten hat, diese selbst an den potentiellen Erwerber weitergeben darf). Wenn die Informationserteilung nicht gegen das Weitergabeverbot verstößt, stellt sich die Folgefrage, ob der potentielle Erwerber die Anteile in Kenntnis dieser Informationen erwerben darf oder ob er nicht damit gegen das Verwendungsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verstößt (dazu unter III.). Schließlich stellt sich noch die Frage, ob die Zulassung der Due Diligence und die aus ihrer Durchführung erlangten Informationen eine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG auslösen, und zwar ggf. sowohl auf Seiten des potentiellen Erwerberunternehmens als auch auf Seiten der Zielgesellschaft.

I. Anwendbarkeit des WpHG

Voraussetzung für einen Einfluss der wertpapierhandelsrechtlichen Vorschriften auf die Zulässigkeit einer Informationserteilung im Rahmen einer Due Diligence ist zunächst, dass diese Vorschriften uneingeschränkt neben den aktienrechtlichen Vorschriften anwendbar sind und nicht durch diese verdrängt werden. Für die hier in Rede stehenden Vorschriften des WpHG ist die uneingeschränkte Anwendbarkeit neben dem AktG letztlich zu bejahen. Das ergibt sich daraus, dass die maßgeblichen Vorschriften gänzlich andere Schutzrichtungen haben. So dienen die Geheimhaltungs- und Sorgfaltspflichten des § 93 Abs. 1 AktG dem Schutz der Gesellschaft.⁴¹³ Die kapitalmarktrechtlichen Verbote der Information Dritter dienen dagegen dem Schutz der Anleger und der Kapitalmärkte⁴¹⁴. Aufgrund dieser unterschiedlichen Schutzrichtungen verdrängen sich die aktien- und

⁴¹³ Hüffer, AktG, § 93 Rn. 1, 3, 6; Veil, ZHR 172 (2008), 239 (263).

⁴¹⁴ Veil, ZHR 172 (2008), 239 (263), vgl. auch die Regierungsbegründung zum AnlSVG, BT-Drucks. 15/3174, 26 (26).

die wertpapierrechtlichen Informationsverbote nicht, vielmehr stehen sie unabhängig nebeneinander⁴¹⁵.

II. Zulässigkeit der Weitergabe der Insiderinformationen durch den Vorstand gemäß §§ 38 Abs. 1 Nr. 2, 39 Abs. 2 Nr. 3 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG

Nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist es verboten, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zumachen („Weitergabeverbot“). Gemäß §§ 38 Abs. 1 Nr. 2, 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG wird ein Verstoß gegen diese Vorschrift mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe geahndet. Dieses Weitergabeverbot hat den Zweck, die Anzahl der Personen, die Kenntnis der Insiderinformationen haben, möglichst gering zu halten⁴¹⁶. Grund hierfür ist, dass die Gefahr des Insiderhandels und damit eine Störung des fairen Marktes umso geringer sind, je weniger Personen im Besitz von Insiderinformationen sind. Starre zahlenmäßige Grenzen können dabei nicht festgelegt werden, da bei umfangreichen und komplexen Transaktionen durchaus mehr als 100 Personen beteiligt sein und damit befugt zu Insidern werden können⁴¹⁷.

Zu untersuchen ist, ob gegen das Weitergabeverbot von Insiderinformationen gemäß §§ 38 Abs. 1 Nr. 2, 39 Abs. 2 Nr. 3 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verstoßen wird, wenn der Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen der Due Diligence zum Zwecke des außerbörslichen Erwerbs von Insiderpapieren Informationen an den verkaufenden Aktionär beziehungsweise an den am Kauf interessierten Dritten weiter gibt. Daran schließt sich die Frage an, ob ein Aktionär die betreffenden Informationen an einen potentiellen Erwerber weitergeben kann und wie dieser Informationen im Anschluss zu behandeln hat.

1. Anwendbarkeit des Weitergabeverbots des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG

Zunächst müsste das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 S.1 Nr. 2 WpHG auf den Pakethandel, die Veräußerung einer wesentlichen Beteiligung oder den Unternehmenskauf anwendbar sein.

415 So auch Veil, ZHR 172 (2008), 239 (263) m.w.N.

416 Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 14 Rn. 25; Assmann, ZGR 1994, 494 (520).

417 Süßmann, AG 1999, 162 (163).

Beim Pakethandel wird eine größere geschlossene Stückzahl von Wertpapieren außerhalb des organisierten Marktes und des außerbörslichen Interbankenhandels erworben oder veräußert⁴¹⁸.

Nach der Rechtslage vor Erlass des AnlSVG unterwarf die überwiegende Meinung in der Literatur den Pakethandel grundsätzlich den Insiderhandelsvorschriften⁴¹⁹. Zur Begründung wurde angeführt, dass das deutsche Insiderrecht nicht nur den anonymen Marktteilnehmer, dessen Transaktion über die Börse oder über Kreditinstitute laufe, schütze⁴²⁰. Entscheidend sei vielmehr, dass eine Partei des Pakethandels versuche, Vorteile aus der Kenntnis einer Insiderinformation zu schlagen, was beim außerbörslichen Erwerb prinzipiell genau so möglich sei wie beim börslichen⁴²¹. Ein Verstoß gegen das Insiderverbot sollte daher nur ausscheiden, wenn die konkrete Insidertatsache beiden Vertragsparteien bekannt war⁴²².

Schon vor Erlass des AnlSVG war dieser Ansicht Recht zu geben. In der Tat gab es keine gesetzliche Grundlage, nach welcher die außerbörslichen Transaktionen (Pakethandel, Unternehmenskauf) von dem Weitergabeverbot gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ausgeschlossen sein sollten. Dieses Ergebnis entsprach auch der Gesetzesbegründung, nach welcher der Pakethandel *regelmäßig* nicht unter den Insidertatbestand fallen sollte⁴²³. Von einem prinzipiellen Ausschluss des Pakethandels von dem Insidertatbestand war dagegen nicht die Rede. Vielmehr hatte der Gesetzgeber von der Ermächtigung gemäß Art. 2 Abs. 3 S. 2 der Insiderrichtlinie⁴²⁴, wonach Geschäfte ohne Einschaltung eines Berufshändlers vom Insiderverbot ausgenommen werden konnten, gerade keinen Gebrauch gemacht⁴²⁵. Der hieraus zu ziehende Umkehrschluss ergab schon nach alter Rechtslage, dass die insiderrechtlichen Regeln des § 14 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG

418 Kümpel, Bank- u. Kapitalmarktrecht, 16.169.

419 Hopt, ZGR 1991, 17 (44/45); Assmann/Schneider/Assmann/Cramer, WpHG, 3. Auflage, § 14 Rn. 29; Assmann, AG 1994, 237 (246 Fn. 184); Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809; Weimann, DStR 1998, 1556 (1560); BuB/Irmen, 7/729; Süßmann, AG 1999, 162 (171); Hölters/Semler, HB Unternehmens- und Beteiligungskauf, VI, Rn. 67; Peters, 56.

420 Assmann, AG 1994, 237 (246 Fn. 184); Assmann/Schneider/Assmann/Cramer, WpHG, 3. Auflage, § 14 Rn. 29.

421 Assmann/Schneider/Assmann/Cramer, WpHG, 3. Auflage, § 14 Rn. 29; Süßmann, AG 1999, 162 (171).

422 Assmann/Schneider/Assmann/Cramer, 3. Auflage, WpHG, § 14 Rn. 28; Assmann, AG 1994, 237 (246); Dickersbach, 180; Fürhoff, AG 1998, 83 (87).

423 Erläuterungen zu § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG in BT-Drucksache 12/6679.

424 Richtlinie 89/592/EWG des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte, Abl. EG Nr. L 334/30

425 Weimann, DStR 1998, 1556 (1560); Assmann/Schneider/Assmann/Cramer, WpHG, 3. Auflage, § 14 Rn. 28.

– vorbehaltlich des Vorliegens der tatbestandlichen Voraussetzungen im Einzelfall – grundsätzlich eingriffen und daher in jedem Einzelfall zu prüfen waren.

Nach In-Kraft-Treten des AnlSVG ist dieses Ergebnis noch eindeutiger geworden. Das dem nationalen Gesetzgeber in der Insiderrichtlinie⁴²⁶ noch durch Art. 2 Abs. 3 eingeräumte Wahlrecht, außerbörsliche Geschäfte von den Insiderverboten auszunehmen, wurde in der Marktmisbrauchsrichtlinie nämlich nicht übernommen⁴²⁷. Eine Herausnahme derartiger außerbörslicher Geschäfte aus dem Anwendungsbereich der Insiderverbote bliebe daher hinter dem von der Marktmisbrauchsrichtlinie nunmehr geforderten Schutzniveau zurück und wäre insoweit europarechtswidrig. Da der Gesetzgeber die Problematik ausweislich der Regierungsbegründung zum WpHG offenbar kannte⁴²⁸, muss angesichts dessen, dass das Wahlrecht weggefallen ist und die Regierungsbegründung zum AnlSVG sich hierzu nicht äußert⁴²⁹, davon ausgegangen werden, dass die Insiderverbote auch für den außerbörslichen Paketerwerb gelten⁴³⁰.

Die Erwägungen zum Pakethandel lassen sich entsprechend auf die Veräußerung einer Mehrheitsbeteiligung und den Unternehmenskauf übertragen. Es ist daher zu prüfen, ob die Weitergabe von Informationen im Rahmen der Due Diligence den Tatbestand des Weitergabeverbotes gemäß § 14 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG erfüllt⁴³¹. Nachfolgend sollen die dabei zu beachtenden Aspekte erörtert werden.

2. Insiderpapier i.S.d. § 12 WpHG

Nach der Legaldefinition des § 12 WpHG sind Insiderpapiere Finanzinstrumente, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den regulierten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind (Nr. 1), die in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt

426 Richtlinie des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, RiLi 89/592/EWG, ABIEG Nr. L 334, 30 vom 18. November 1989.

427 Vgl. Art. 9 Abs. 1 a. E. der Marktmisbrauchsrichtlinie.

428 Erläuterungen zu § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG in BT-Drucksache 12/6679.

429 BT-Drucks. 15/3174, S. 26 ff.

430 So ausdrücklich zur Rechtslage nach Erlass des AnlSVG auch Hasselbach, NZG 2004, 1087 (1088); dies voraussetzend auch Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929 (931) sowie Ziemons, NZG 2004, 537 (539).

431 Die Ausnahme des § 14 Abs. 2 WpHG, wonach der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Preises von Finanzinstrumenten keinen Verstoß gegen die Verbote des Abs. 1 darstellt, soweit diese den hierzu ergangenen europarechtlichen Vorgaben entsprechen, spielt für die vorliegenden Konstellationen keine Rolle.

zugelassen sind (Nr. 2) oder deren Preis unmittelbar oder mittelbar von Finanzinstrumenten nach Nr. 1 oder 2 abhängt. Dies können Aktien, Zertifikate, die Aktien vertreten, Schuldverschreibungen, Genusscheine, Optionsscheine und solche Wertpapiere, die mit Aktien oder Schuldverschreibungen vergleichbar sind, sein⁴³². Nach der Erweiterung durch das AnlSVG können nunmehr auch Warenderivate sowie solche Finanzinstrumente, deren Preis zwar von einem börsenzugelassenen oder in den Freiverkehr einbezogenen Finanzinstrument abhängt, die selbst aber nicht börsenzugelassen sind, darunter fallen⁴³³. Demzufolge kommt ein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG in Betracht, wenn die Aktien der Aktiengesellschaft, die im Rahmen der Transaktion veräußert werden sollen, entweder börsennotiert oder in den Freiverkehr oder einen organisierten Markt in der EU oder im EWR einbezogen sind bzw. selbiges zumindest angekündigt oder öffentlich beantragt ist (zu letzterem vgl. § 12 S. 2 WpHG).

3. Insider

Die Insiderhandelsverbote des § 14 WpHG knüpfen allein an die Innehabung von Insiderinformationen an. Die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsider spielt nur auf der Rechtsfolgenseite eine Rolle⁴³⁴. Diese Unterscheidung spielt für die vorliegende Untersuchung jedoch keine Rolle, weshalb nicht näher darauf eingegangen werden soll. Da der potentielle Erwerber bei der Durchführung einer Due Diligence in aller Regel an „sensiblen“ Daten des Unternehmens interessiert sein wird, bei denen es sich nahezu immer zugleich um Insider-Informationen i.S.d. § 13 WpHG handeln wird, ist die Weitergabe – so sie nicht befugt i.S.d. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG erfolgt – durch den Vorstand an den potentiellen Erwerber im Rahmen der Due Diligence grundsätzlich vom Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG erfasst. Dasselbe gilt für die Weitergabe durch den Vorstand an den Aktionär sowie diejenige durch den Aktionär an den potentiellen Erwerber. Erlangt der potentielle Erwerber nunmehr Insiderinformationen aus der Due Diligence, unterliegt er allein deshalb ebenfalls den Insiderhandelsverboten.

432 Zur Megede, in: HB d. Kapitalanlagerechts, § 12 Rn. 19f.

433 Ziemons, NZG 2004, S. 537 (538).

434 So macht sich der (nunmehr nach § 38 Abs. 1 WpHG zu bestimmende) Primärinsider strafbar, wenn er unbefugt eine Insiderinformation mitteilt oder zugänglich macht oder auf Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers empfiehlt oder auf sonstige Weise dazu verleitet, während ein derartige Verhaltensweisen für den Sekundärinsider wegen des geringeren Unrechtsgehalts lediglich Ordnungswidrigkeiten darstellen.

4. Insiderinformation i.S.d. § 13 Abs. 1 WpHG

Eine Insiderinformation ist nach der Legaldefinition des § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG eine 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. Nach S. 3 gelten als Umstände i.S.d. S. 1 auch solche, bei denen mit hinreichen- der Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. S. 4 der Vorschrift nennt Regelbeispiele für das Vorliegen von Insiderinformationen.

Eine Tatsache ist öffentlich bekannt, wenn sie entweder gemäß § 15 WpHG veröffentlicht ist oder Marktteilnehmer (zum Beispiel) über allgemein zugängliche Informationssysteme („Bereichsöffentlichkeit“) Kenntnis haben können⁴³⁵. Die Eignung zur Kursbeeinflussung ist nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei einer Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Die zur Rechtslage vor Erlass des AnlSVG vertretene An- sicht, wonach für die Beurteilung der Kursrelevanz auf feste Schwellenwerte ab- gestellt werden sollte, hat sich durch die Neufassung überholt⁴³⁶. Zu Insiderin- formationen gehören unter anderem Informationen über Umsatz und Ertrag, Be- zugsrechtsausschlüsse, Mitteilungen über Dividenden- oder Kapitalerhöhungen und Übernahmeangebote⁴³⁷.

Da der potentielle Erwerber typischerweise Interesse an wesentlichen Risiken und wertbildenden Faktoren des Unternehmens hat, enthalten die Informationen, die im Rahmen einer Due Diligence offen gelegt werden, – abhängig von dem jeweiligen Schwerpunkt, Umfang und Zielrichtung der Prüfung – in aller Regel auch Insiderinformationen⁴³⁸.

Die Frage, ob schon die Gestaltung der Due Diligence durch den Vorstand der „Zielgesellschaft“ eine Insiderinformation i.S.d. § 13 Abs. 1 WpHG darstellt, soll nicht an dieser Stelle, sondern im Kapitel zur Due Diligence und der Ad-

435 Von Megede, in: HB d. Kapitalanlagerechts, § 14 Rn. 24.

436 BT-Drucks. 15/3174, 26 (34); Brandi/Süßmann, AG 2004, 642 (642).

437 Claussen, DB 1994, 27 (30); Roschmann/Frey, AG 1996, 449 (453); Traugott, BB 2001, 2277 (2281); Peters, 50.

438 Ziegler, DStR 2000, 249 (253); Roschmann/Frey, AG 1996, 449 (453); Schröder, DB 1997, 2161 (2164); Körber, NZG 2002, 263 (267); Kiethe, NZG 1999, 976 (980); Eggenberger, 295; Krömler, 65; Peters 50f. So auch Linker/Zinger, NZG 2002, (500); Rödder/Hötzel/Mueller- Thuns, § 3 Rn. 83 und Ziemons, AG 1999, 492 (497) mit dem weiteren Hinweis darauf, dass in der Regel die Insiderinformationen des § 13 Abs. 1 WpHG den Unternehmensgeheimnisses im Sinne des § 93 Abs. 1 AktG entsprechen.