

*Professor Dr. Peer Zumbansen, LL.M. (Harvard), Of Counsel, Frankfurt a.M./Toronto, und Dr. Constantin M. Lachner, Rechtsanwalt/Fachanwalt für Steuerrecht, Frankfurt a.M.**

Die Geheimhaltungspflicht des Vorstands bei der Due Diligence: Neubewertung im globalisierten Geschäftsverkehr

Beim Beteiligungserwerb kommt der Durchführung einer Due Diligence aus der Sicht von Käufer und Verkäufer eine herausragende Bedeutung zu. Dabei bleiben hinsichtlich einer Bestimmung der Rechte und Pflichten des Vorstands bei der Geheimhaltung unternehmensbezogener Informationen viele Fragen seit langem unbeantwortet. Der Beitrag diskutiert die Gründe für eine Pflicht des Vorstands der Zielgesellschaft zur Durchführung einer Due Diligence und schlägt einen verfahrensorientierten Ansatz zur Informationskommunikation vor.

I. Ausgangslage

Vor dem Hintergrund der Zunahme weltweit operierender Investmentgesellschaften kommt der aktiven Mitwirkung des Managements bei der Due Diligence-Prüfung des zum Verkauf stehenden Unternehmens eine zentrale Bedeutung zu. Auf den Vorstand bezogen konzentriert sich das Interesse auf die inhaltliche Ausgestaltung seines Rechte- und Pflichtenkatalogs; denn wegen des ernstzunehmenden Interesses der Anteilseigner an optimalen Transferbedingungen für ihre Beteiligungen erscheinen die bisher restriktiven Regeln für die Geheimhaltungspflicht des Vorstands im Kontext weltweit getätigter Investitionsentscheidungen immer weniger angemessen. Die immer weiter wachsende, zentrale Rolle der Due Diligence bei hiesigen und internationalen Unternehmenskäufen¹ führt zu einer grundlegenden Neubewertung der auf die Geheimhaltungspflichten und Offenbarungserlaubnis des Vorstands anzuwendenden Regeln. Im Kern geht es dabei um die Ermöglichung einer aktiven Rolle des Vorstands bei der Informationskommunikation im globalisierten Geschäftsverkehr bei Berücksichtigung des Unternehmenswohls sowie von datenschutz- und arbeitsrechtlichen Belangen.

Die Frage nach der Zulässigkeit der Offenlegung von Unternehmensdaten durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft stellte sich zuletzt im Rahmen der intensiven Übernahmewellen der neunziger Jahre.² Nachdem es hier in den letzten Jahren ein wenig ruhiger gewesen ist, kommt der Markt für Unternehmenskäufe jetzt wieder in Gang³, und die juristische Praxis und die Wissenschaft wenden sich wieder mit besonderem Interesse dem M&A-Geschäft mit seinen vielfältigen Gestaltungsformen und

* Professor Zumbansen ist Universitätsprofessor und Canada Research Chair in the Transnational and Comparative Law of Corporate Governance, Osgoode Hall Law School, York University, Toronto, Kanada, sowie Of Counsel der Kanzlei Lachner Graf von Westphalen Spamer. Dr. Lachner ist Partner der Kanzlei Lachner Graf von Westphalen Spamer. Mehr über die Autoren erfahren Sie auf S. XII.

1 Vgl. nur Merkt, WiB 1996, 145, 148: „Man wird sagen können, dass ein mittlerer oder größerer Unternehmenskauf ohne ‚due diligence‘ in dieser oder jener Form praktisch nicht vorkommt.“

2 Linker/Zinger, NZG 2002, 497; Kiethe, NZG 1999, 976 m. w. N.

3 Lucks, Mergers & Acquisitions Jahrbuch 2005, 2, der schon 2004 als das Jahr der Überschreitung der Talsohle qualifiziert; ebenso Weiland/Auge-Dickhut, Mergers & Acquisitions Jahrbuch 2005, die von einer deutlichen Erholung des M&A-Marktes sprechen; Finanz-Betrieb Nr. 18/2004 v. 24. 9. 2004 registriert eine Geschäftszunahme von 50 % gegenüber dem Vorjahr.

den daraus erwachsenden Rechtsfragen zu. Mit Blick auf seit langem ungeklärte, aber fortbestehende Probleme wird auch wieder verstärkt diskutiert, in welchem Rahmen der Vorstand einer Zielgesellschaft zur Offenlegung von Unternehmensdaten berechtigt oder gar verpflichtet ist.⁴

Nachdem bislang bei der Vendor Due Diligence mehrheitlich eine solche Pflicht verneint wurde⁵, erfordern neue Entwicklungen, darunter die Marktmissbrauchsrichtlinie⁶ und das in ihrer Folge verabschiedete Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. 10. 2004 (AnSVG)⁷, die neuerliche Beschäftigung mit diesem Fragenkomplex. Bekanntermaßen haben sich in diesem Zusammenhang insbesondere die insiderrechtlichen Rahmenbedingungen geändert, nachdem das AnSVG den Insideratbestand umfassend neu definiert hat.⁸ Von herausragender Bedeutung ist hierbei die Umstellung von einer eher statusbezogenen Insiderdefinition mit Blick auf den Inhaber und Kommunikator von Insiderinformationen im bislang geltenden Recht (§ 13 Abs. 1 WpHG a.F.) hin zu einer als funktionsbezogen zu bezeichnenden Definition der Insiderinformation in § 13 Abs. 1 WpHG n.F.

Ganz grundsätzlich stellt sich zudem im Rahmen der fortschreitenden Globalisierung unternehmerischer Tätigkeit die Frage nach einer Neubewertung der bisher geltend gemachten Einwände gegen eine Offenlegungspflicht des Vorstands und der damit zusammenhängenden Feststellung einer schadensersatzpflichtigen Sorgfaltspflichtverletzung. Vor diesem Hintergrund könnte es in der Zukunft nicht mehr bei der bislang vertretenen Verneinung einer Verpflichtung des Vorstands zur Vornahme einer umfassenden Due Diligence bleiben, weil letztere eben nicht nur im Interesse des (potentiellen) Käufers liegt, sondern auch im Interesse des Verkäufers. Allerdings kann es hier in nicht seltenen Fällen zum Interessenkonflikt zwischen der am Verkauf interessierten Gesellschaft auf der einen und dem Vorstand dieser Zielgesellschaft auf der anderen Seite kommen, weil letzterer seine auch persönlichen Zukunftsaussichten nach dem Verkauf realistischerweise anders einschätzen wird als der Anteilseigner der Zielgesellschaft. Im Falle eines solchen Interessenkonfliktes, der sich eben nur nach der Bejahung einmal des Gesellschaftsinteresses am Verkauf und des Weiteren nach der Bejahung einer daran anknüpfenden entsprechenden Vorstandspflicht zur Durchführung einer Due Diligence ergibt, würde die Weigerung des Vorstands zur Durchführung einer Due Diligence eine Verletzung der nach § 93 Abs. 1 S. 1 AktG geltenden Sorgfaltspflicht darstellen. Aus der Sicht der weltweit nach geeigneten Anlagemöglichkeiten suchenden Finanzinvestoren ist die Frage nach einer Pflicht des Vorstands der Zielgesellschaft zur Durchführung einer Due Diligence einfach zu beantworten. Gerade angesichts der Komplexität der Organisation weltweit aufgestellter oder operierender Unternehmen kommt einer umfassenden Due Diligence eine herausragende Bedeutung bei der Reduzierung des Käuferrisikos zu.⁹ Kiethe stellte hierzu schon vor Jahren fest: „Jeder mittlere

4 *Gefßler*, AktG, 2. Aufl. 2000, § 93, Rdn. 4 i ff. m. w. N.; *Hüffer*, AktG, 6. Aufl. 2009, § 93 Rdn. 8; *Körber*, NZG 2002, 263; *Krömker*, NZG 2003, 418 („Anspruch des Paketaktionärs auf Informationsoffenbarung zum Zwecke der Due Diligence“); *Roth/Schoneweg*, NZG 2004, 206.

5 *Menke*, NZG 2004, 697; *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 847. A. A. *Böttcher*, NZG 2005, 49, 52, 54 für den Vorstand der Käufergesellschaft.

6 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEG Nr. L 96, S. 16 vom 12. 4. 2003.

7 Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (AnSVG) vom 28. 10. 2004, BGBl. I 2004, S. 2630; hierzu *Spindler*, NJW 2004, 3449.

8 Siehe besonders §§ 13, 14 WpHG n. F. Dazu etwa *Hasselbach*, NZG 2004, 1087.

9 *Gefßler* (Fn. 4), § 93 Rdn. 4 j („Nicht selten wird übersehen, dass es sich bei der Due Diligence nicht nur um ein legitimes Informationsrecht des potentiellen Unternehmenskäufers gegenüber der Zielgesellschaft handelt, sondern auch um eine gegenüber Dritten möglicherweise bestehende Pflicht zur Abschätzung des von ihnen zu übernehmenden Risikos.“); *Böttcher*, NZG 2005, 49, spricht

oder größere, auch rein innerdeutsche Unternehmenskauf ohne jeden Auslandsbezug, ist ohne die Durchführung einer Due Diligence praktisch nicht mehr denkbar.“¹⁰ Hier ist auch die Literaturmeinung einzuordnen, die für die Durchführung einer Due Diligence bereits von einer Verkehrssitte spricht.¹¹ Ohne Zweifel hat die Due Diligence einen Grad an Praxisrelevanz erlangt, der mit dem Wiederaufleben und der zunehmenden Internationalisierung des M&A-Geschäfts nur noch zunehmen wird. Aber die empirisch belegte Regelmäßigkeit der Durchführung der Due Diligence sowie ihre gelegentliche Qualifizierung als „internationaler Standard“¹² allein sind noch nicht ausreichend, eine rechtliche Pflicht des Vorstands zu begründen. Die Annahme einer solchen Pflicht würde auf der Rechtsfolgenseite zu der Konsequenz führen, dass ein Vorstand, der wegen der Nichtdurchführung einer Due Diligence seine Sorgfaltspflicht nach § 93 Abs. 1 AktG verletzt hätte, der Gesellschaft gegenüber zum Schadensersatz verpflichtet ist.¹³

Die Beantwortung dieser bislang wissenschaftlich nicht gelösten Frage¹⁴ nach einer Pflicht des Vorstands gewinnt indessen durch die unlängst eingeführte Business Judgment Rule (BJR) im Rahmen des § 93 Abs. 1 AktG eine neue Stoßrichtung. Die aufgrund des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) ins Aktiengesetz eingeführte BJR hat zur Folge, dass eine Erfolgshaftung von Organmitgliedern gegenüber der Gesellschaft nach § 93 Abs. 1 AktG ausscheidet, wenn die Fehlentwicklung auf eine nach bestem Wissen und Gewissen getroffene Wirtschaftsentscheidung zurückzuführen ist. Ein Vorteil dieser Regelung ist darin zu sehen, dass in Zukunft die Abgrenzung einer Verletzung der allgemeinen Sorgfaltspflicht von bloßen Fehlschlägen und Irrtümern erleichtert sein könnte. Diese Gesetzesänderung, die auf rechtsvergleichende Untersuchungen zur Rechtslage in den U.S.A. zurückgeht¹⁵ und sich an die Rechtsprechung des BGH seit der berühmten ARAG/Garmenbeck-Entscheidung¹⁶ von 1997 anlehnt¹⁷, wird ihre praktische Relevanz erst noch zeigen müssen. Schon jetzt aber kann diese Initiative des Gesetzgebers auch als Hinweis darauf gelesen werden, dass dem Vorstand in einer höchst dynamisierten und internationalisierten wettbewerblichen Wirtschaftswelt ein größerer, haftungsfreier Handlungsspielraum eingeräumt werden soll.¹⁸ Zwar ziehen geschäftspolitische Fehler in vielen Fällen personalpolitische Folgen nach sich, sie begründen aber wegen des in der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung festgestellten, weiten unternehmerischen Ermessensspielraums noch keine Haftung.¹⁹

von einer Abstandnahme des Käuferinteressenten nach einer Due Diligence in 38,3% und von einer Reduktion des Kaufpreises in 67,4% der Fälle.

¹⁰ Kiethe, NZG 1999, 976.

¹¹ Siehe schon Kiethe, NZG 1999, 976; Werner, ZIP 2000, 989; in diese Richtung auch Ulmer, DB 2004, 859. Besonders dezidiert Böttcher, Verpflichtung des Vorstandes einer Aktiengesellschaft zur Durchführung einer Due Diligence beim Beteiligungserwerb, 2005, 108 ff., siehe ders., NZG 2005, 49; Hauschka, AG 2004, 461, 479.

¹² Eschenbruch, Konzernhaftung: Haftung der Unternehmen und der Manager, 1996, Tz. 4071 ff.; H.P. Westermann, Münch. Komm., Bd. 3, 4. Aufl. 2004, § 453 Rdn. 58 („Verfahren ordnungsgemäßen Unternehmenskaufs“); Angersbach, Die Due Diligence beim Unternehmenskauf, S. 30 ff.; Merkt, FS Sandrock, 2000, S. 657, 666 ff., 672; Dietzel, in: Semler/Vollhard, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, 2001, Bd. I, S. 349 ff.

¹³ Körber, NZG 2002, 263, 266; Hüffer (Fn. 4), § 93 Rdn. 11.

¹⁴ Zum Meinungsstand vgl. Hefermehl/Spindler, Münch. Komm. zum AktG, Bd. 3, 2003, § 93 Rdn. 63 ff.

¹⁵ Böttcher, NZG 2005, 49, 51.

¹⁶ BGH v. 21. 4. 1997 – II ZR 175/95, BGHZ 135, 244 = AG 1997, 377.

¹⁷ Henze, BB 2000, 209, 215; Goette, in: Festschrift 50 Jahre BGH, 2000, 123 (141 f.).

¹⁸ Semler, AG 2005, 321, 323; siehe zum Hintergrund der Business Judgment Rule in den U.S.A. Böttcher, NZG 2005, 49, 51 f.; Lutter, GmbHR 2000, 301 (308); Block/Barton/Radin, The Business Judgment Rule, 5th. Ed. 1998, Vol. I and Vol. II.; Clark, Corporate Law (1986), 123–125; zur Debatte in Deutschland vor dem UMAG siehe etwa Körber, NZG 2002, 263, 269, m.w.N.; Fleischer, FS Wiedemann, 2002, 827.

¹⁹ Hüffer (Fn. 4), § 93 Rdn. 13 a.

Der vorliegende Beitrag ist hiernach wie folgt gegliedert: Nach einer Bestandsaufnahme der durch das AnSVG geänderten kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen, die das Informationsverhalten des Vorstands im Falle eines Übernahmeangebots regeln, sind die derzeit besonders diskutierten Einzelfragen anzusprechen, die sich in diesem Zusammenhang mit Hinsicht auf den Pflichtenkatalog des Vorstands stellen (II.). Angesichts der im Widerstreit stehenden Prinzipien der Geheimhaltungspflicht des Vorstands auf der einen und seiner wirtschaftlichen Handlungs- und Entscheidungsfreiheit auf der anderen Seite bietet sich schließlich eine verfahrensorientierte Lösung an, die im letzten Teil anhand konkreter Beispiele vorzustellen ist (III.).

II. Verhaltenspflichten des Vorstands beim Unternehmenskauf

1. Grundsatz der Geheimhaltung

Die Bestimmung des Ermessensspielraums des Vorstands einer Zielgesellschaft erfordert eine sensible Abwägung zwischen der organschaftlichen Geheimhaltungspflicht des Vorstands und dem Informationsbedürfnis des Marktes. Dabei muss heute die Verschwiegenheitspflicht des Vorstands in ihrem Verhältnis einmal zu den neu gefassten §§ 13, 14 WpHG²⁰ und weiter zu der in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG aufgenommenen Business Judgment Rule im Zentrum der Aufmerksamkeit stehen. Vor dem Hintergrund des grundsätzlichen Verbots für den Vorstand, gegenüber Dritten vertrauliche Angaben zum Unternehmen zu machen oder entsprechende Geheimnisse preiszugeben, stellt die jüngst veränderte Gesetzeslage eine besondere Herausforderung für die Rechtspraxis und Rechtsberatung dar, weil sie den Bewegungsspielraum zwischen erlaubten und verbotenen Äußerungen weniger durch Bezugnahme auf den Inhaber von Insiderinformationen als durch deren wirtschaftliche Funktion im Kommunikationsverkehr von Marktakteuren definiert.

Grundsätzlich ist der Vorstand gegenüber Dritten zum Stillschweigen über alle Informationen verpflichtet, die das Unternehmensinteresse betreffen.²¹ Die als Präzisierung der organschaftlichen Treubindung definierte Verschwiegenheitspflicht²² findet im Gesetz als Konkretisierung der allgemeinen Sorgfaltspflicht des Vorstands²³ ihren Niederschlag.²⁴ Allerdings wirft dieser engere Verhaltensmaßstab regelmäßig Probleme auf, weil er sich an einem objektivierten Interesse des Unternehmens orientiert, das wegen seiner begrifflichen Unschärfe²⁵ selbst keine eindeutigen Richtlinien für die Konkretisierung des Verhaltensmaßstabes zur Verfügung stellt. Gleichzeitig reflektiert der neuerliche Fokus auf das Unternehmensinteresse die Tiefe der gegenwärtigen Diskussion über die soziale Verantwortlichkeit des Unternehmens²⁶ und *Shareholder Value*.²⁷ In wessen Interesse und in wel-

²⁰ Hüffer (Fn. 4), § 93 Rdn. 6.

²¹ Hüffer (Fn. 4), § 93 Rdn. 6; Semler, AG, 2005, 321, 326; Linker/Zinger, NZG 2002, 497, 499; Schroeder, DB 1997, 2161, 2162; Körber, NZG 2002, 263, 266; Menke, NZG 2004, 697, 698.

²² Wiesner, Münch. Hdb. AktR., Bd. 4: Aktiengesellschaft, 2. Aufl. 1999, § 25 Rdn. 37; Kittner, ZHR 136, 208, 220; K. J. Müller, NJW 2000, 3452, 3453; Hopt, Großkomm. AktG, 4. Aufl. 11 Lieferung 1999, § 93 Rdn. 187; Hefermehl/Spindler (Fn. 14), § 93 Rdn. 65.

²³ Im Vergleich zu den allgemeinen Verhaltensmaßstäben in § 76 Abs. 1 AktG, § 276 Abs. 1 S. 2 BGB und § 347 Abs. 1 HGB stellt § 93 Abs. 1 AktG eine weitere Konkretisierung dar.

²⁴ Langenbacher, DStR 2005, 2083; Spindler, NZG 2005, 865, 867.

²⁵ Raisch, FS Hefermehl 1976, 347; Teubner, ZHR 149, 470; Pirovano, Rec. Dalloz 1997, 189; Zumbansen, Innovation und Pfadabhängigkeit, im Erscheinen, Kap. III.

²⁶ Siehe nur Bratton, 76 Tul. L. Rev. 1275 (2002); Hillemanns, 4 German Law Journal 1065 (2003).

²⁷ Siehe jüngst Siems, Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre, 2005; Zumbansen (Fn. 25), Kap. III, Hansmann/Kraakman, Geo. L. J. 89 (2001), 439; siehe bereits Mülbart, ZGR 1997, 129 ff.

chen Grenzen der Vorstand zum Handeln befugt und verpflichtet ist, ist nicht ohne Bezugnahme auf das dahinter liegende Verständnis von der steuernden und befreienden Funktion des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts²⁸ und erst recht nicht ohne eine nähere Beleuchtung der Rolle des Unternehmens selbst zu erhellen.²⁹ Angesichts der seit Jahren weltweit geführten Diskussion über die vermeintlich ‚beste‘ Form der Unternehmensführung³⁰ ist nicht von einem baldigen Ende der Bemühungen um eine weitere Eingrenzung oder nähere Bestimmung des Unternehmensinteresses auszugehen. Aber gerade hier eröffnet die Frage nach den Grenzen der Geheimhaltungspflicht des Vorstands wertvolle Möglichkeiten einer Konkretisierung im Detail.

2. Unternehmenswohlbezogene Geheimhaltungspflicht und deren Überwindung

Die am Unternehmensinteresse ausgerichteten Geheimhaltungspflichten des Vorstands zielen grundsätzlich auf den Schutz des Unternehmens. Dies führt dazu, dass auch Angaben zu unterlassen sind, die zwar kein Geheimnis (mehr) sind, deren Weitergabe aber dennoch nachteilige Folgen haben kann.³¹ Diese auf den ersten Blick überraschende Ausweitung der Verschwiegenheitspflicht erklärt sich aus der Definition von ‚Geheimnis‘, wonach dazu grundsätzlich solche Angaben zählen, die nicht allgemein bekannt sind.³² Vor diesem Hintergrund hat das einzelne Vorstandsmitglied im Rahmen seiner gesetzlichen Sorgfaltspflicht nach § 93 Abs. 1 S. 1 und 2 AktG einen Entscheidungsspielraum darüber, ob es sich um eine im Blick auf das objektive Unternehmensinteresse geheim zu haltende Tatsache handelt.³³ Die vom Gesetz vorgenommene Differenzierung zwischen Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen befördert grundsätzlich nicht die Konkretisierung der von der Geheimhaltungspflicht umfassten Tatsachen. Denn auch hier kommt es in jedem Einzelfall auf die Abwägung an, ob eine eventuelle Offenlegung im Interesse des Unternehmens wäre. Die Unterscheidung zwischen ‚Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen‘ macht diese Abwägung nicht leichter, zumal sie allein nicht hinreichend aussagekräftig ist. Außerdem steht bei der Due Diligence außer Frage, dass es sich hier um die Freigabe eben nicht öffentlich bekannter Umstände handelt. Der Vorstand des Zielunternehmens wie auch der potentielle Käufer werden daran interessiert sein, auch solche Informationen offen zu legen, die als Geschäftsgeheimnisse oder vertrauliche Angaben einzustufen sind.³⁴ Angesichts einer nie restlos zu erhellenden Grauzone zwischen Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen ist im Hinblick auf eine notwendigerweise nur schrittweise zu erfolgende Offenlegung von Unternehmensdaten im globalen Investitionsgeschäft – Details zu dieser verfahrensorientierten Offenlegung unten, III. 2. – nach Bejahung des Zielgesellschaftsinteresses am Verkauf davon auszugehen, dass auch und nicht zuletzt aus Gründen der Vermeidung einer Sorgfaltspflichtverletzung der Vorstand der Zielgesellschaft an der Offenlegung auch sensibler Daten interessiert sein wird.

28 Gemeint ist damit die im angloamerikanischen Gesellschaftsrecht gebräuchliche Unterscheidung zwischen „mandatory“ und „enabling“ law. Im deutschen Kontext wird diese Unterscheidung etwa im Zusammenhang mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex relevant, siehe dazu nur *Bachmann*, WM 2002, 2137 ff.; *Ulmer*, ZHR 166, 150 ff.; *Zumbansen*, WM 2004, 805 ff.

29 *Kübler*, AG 1994, 141 ff.; *ders.*, ZGR 2000, 550 ff.; *Lutter*, Festschrift Wolfgang Zöllner, 1998, 363 ff.; *Merkt*, AG 2003, 126 ff.

30 Vgl. Nachweise in voriger Note; siehe auch *Spindler*, AG 1998, 53 ff.; *Hopt*, ZGR 2000, 779 ff.

31 *Hüffer* (Fn. 4), § 93 Rdn. 7; *Hopt* (Fn. 22), § 93 Rdn. 196; *Hefermehl/Spindler* (Fn. 14), § 93 Rdn. 46; *Meincke*, WM 1998, 149, 150.

32 *Wiesner* (Fn. 22), § 25 Rdn. 39; *Hefermehl/Spindler* (Fn. 14), § 93 Rdn. 46 („nicht offenkundig“).

33 BGHZ 64, 325, 329; *Mertens*, AG 1975, 235; *Hefermehl/Spindler* (Fn. 14), § 93 Rdn. 48.

34 *Körber*, NZG 2002, 263, 266.

Eine besondere Verschärfung erfährt diese Problemlage durch ihre Subsumtion unter zwingendes, also nicht durch Satzung oder Vertrag abzuänderndes Gesellschaftsrecht, § 23 Abs. 1 AktG. Die in § 93 Abs. 1 AktG statuierte Geheimhaltungspflicht ist insofern abschließend.³⁵ Eine besonders deutlich spürbare Folge der Geheimhaltungspflicht des Vorstands besteht darin, dass sie auch gegenüber Großaktionären und Banken gilt, wobei letztere im Rahmen der immer stärker ins Gerede gekommenen „Deutschland AG“ zunehmend weniger den lange Zeit zentralen Platz in der Unternehmensstruktur einnehmen.³⁶ Die im Gesetz als Umwelt des Unternehmens gedachten „Dritten“ müssen ihre Informationsbedürfnisse durch den Jahresabschluss, den Lagebericht und im Rahmen der Auskunftspflicht nach § 131 AktG befriedigen.

Fraglich ist aber, ob sich die rechtlichen Parameter für die nach § 93 Abs. 1 AktG geltende Geheimhaltungspflicht nicht dahingehend geändert haben, dass Rechtsprechung und Gesetzgeber von einer Lockerung des strikten Informationsweitergabeverbots in den Fällen ausgehen, in denen die Informationsweitergabe nachvollziehbar dem Unternehmenswohl dient. In diese Richtung zielte die schon erwähnte ARAG/Garmenbeck-Entscheidung des BGH aus dem Jahre 1997, in der es jedoch nicht um Geheimhaltungsaspekte ging, sondern um die Anerkennung eines „weiten Handlungsspielraums“ der Geschäftsleitung, „ohne den eine unternehmerische Tätigkeit schlechterdings nicht denkbar ist“³⁷, aus der Sicht des den Vorstand zur Verantwortung ziehenden Aufsichtsrats.

Die unlängst in das Aktiengesetz aufgenommene Business Judgment Rule in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG folgt diesem durch die Weichenstellung des BGH geöffneten Weg. Mit ihr will der Gesetzgeber den lange währenden Streit um die Grenzen der Ermessensfreiheit des Vorstands beenden.³⁸ Die die Business Judgment Rule im Aktienrecht kodifizierende Formel lautet: „Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“ Diese Formulierung verdeutlicht das jedem Haftungsmaßstab zugrunde liegende Problem eines verkehrskreisangemessenen, objektiven und gleichzeitig angemessen subjektiven Standards. Dies kommt vor allem durch die Begriffe „annehmen“ und „durfte“ zum Ausdruck. Diese Begriffswahl liegt angesichts der BGH-Rechtsprechung zum Erklärungsbewusstsein nahe³⁹, und dennoch sind die verbleibenden Interpretationsschwierigkeiten auch hier nicht zu übersehen, wie besonders den entsprechenden Erfahrungen aus den U.S.A. zu entnehmen ist.⁴⁰

3. Kapitalmarkt und Insiderrecht

All dies erfährt freilich im Lichte globaler Kapitalmärkte eine ganz erhebliche Aufwertung. Der Markt ist in grundlegender Weise von Unternehmensinformationen abhängig⁴¹, die weitgehend vom

³⁵ Wiesner (Fn. 22), § 25 Rdn. 42.

³⁶ Baums, in: Deutsche Börse (Hg.), Kapitalmarkt Deutschland. Erfolge und Entwicklungen. White Paper 2003; Müllert, in: Hopt et al. (eds.), Comparative Corporate Governance. State of the Art and Emerging Research 1998, 445.

³⁷ BGH v. 21. 4. 1997 – II ZR 175/95, BGHZ 135, 244, 253.

³⁸ Fleischer, ZIP 2004, 685; Hoor, DStR 2004, 2104; Paefgen, AG 2004, 245; Ulmer, DB 2004, 859.

³⁹ BGH v. 7. 6. 1984 – IX ZR 66/83, BGHZ 91, 324.

⁴⁰ Siehe die Nachweise bei Böttcher, NZG 2005, 49, 51; siehe umfassend die klassische zu nennende Darstellung bei Clark, Corporate Law (1986), 123–125, der die BJR richtigerweise der „duty of care“ gegenüberstellt. Ebda., 124: „At first blush, the business judgment rule seems to take away much of the force of the duty of care. [...] Is the duty of care simply gobbledygook, then, or a mere exhortation rather than an enforceable legal duty? [...] [T]he business judgment rule presupposes that reasonable diligence lies behind the judgment in question. But making the concepts *practically* consistent is another matter: drawing the line between an honest mistake and a negligent one can be difficult.“

Emittenten selbst zur Verfügung gestellt werden. Dabei ist im Regelfall von einem weit verbreiteten Einverständnis auf den Kapitalmärkten darüber auszugehen, dass sich die vom Unternehmen an dessen Vertrags- und Geschäftspartner weitergegebenen Informationen von denen unterscheiden, die der breiteren Öffentlichkeit im Markt zugänglich gemacht werden.⁴² Allerdings unterfallen Informationen dann dem Insiderverbot, wenn diese nicht nur für die Unternehmen genutzt werden, sondern zum Zweck der persönlichen Bereicherung. Die scharfe Klinge des Insiderrechts, welches nach seiner mittelfristig wechselhaften Geschichte⁴³ eine weitere Schärfung durch die Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 erhalten hat⁴⁴, erweist sich am Ende nur bedingt geeignet zur Feinabstimmung des Verhältnisses von weiterzugebenden und geheim zu haltenden Unternehmensinformationen. Der Sanktionscharakter des Insiderrechts führt grundsätzlich zu einem sehr engen Auslegungsmaßstab der Vorschriften des WpHG, sodass sich sein vornehmlicher Anwendungsbereich auf die Steuerung missbräuchlichen Verhaltens beschränkt.⁴⁵ Dies wiederum muss geschehen im Rahmen einer auf die Entwicklung in den Mitgliedsstaaten zielenden, rechtsvergleichenden und ansonsten europarechtlich ausgerichteten, also richtlinienkonformen Rechtsauslegung.⁴⁶ Wegen der für das Insiderrecht charakteristischen terminologischen Unschärfe vieler seiner Begriffe ist dementsprechend gegenüber der Wortlautauslegung einer systematisch-teleologischen Auslegung der Vorrang zu geben.⁴⁷ Der Ertrag dieses Auslegungsansatzes zeigt sich etwa bei der Bewertung einer Tatsache als „öffentlich bekannt“ im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG a. F./n. F. Vor dem Hintergrund intensiver und lang anhaltender Diskussionen über eine angemessene und gleichzeitig praktikable Definition öffentlich bekannter Tatsachen war schon im Rahmen des alten Rechts bei § 13 Abs. 1 WpHG (a. F.) deutlich erkennbar, in welchem Maße die im Rahmen der europäischen Rechtsangleichung vorzunehmende Umsetzung von Richtlinien von einem andauernden ‚schweifenden Blick‘ in die Nachbarrechtsordnungen abhängig bleibt und bleiben muss. Dabei überzeugt das von Assmann vorgeschlagene Konzept einer Bereichsöffentlichkeit am Ende auch angesichts des neugefassten § 13 Abs. 1 WpHG (n. F.), weil das Konzept auf die spezifischen Eigenarten des Kapitalmarktes und der in ihm operierenden Akteure abgestimmt bleibt. Während die neu gefasste Vorschrift weniger auf den Inhaber der Insiderinformation als auf deren konkrete Qualität abstellt, bleibt weiterhin das Kriterium „öffentlich bekannt“ als zentraler Bestandteil der Definition einer Insiderinformation bestehen. Nach dem neuen Recht liegt eine Insiderinformation dann vor, wenn es sich um eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände handelt, 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. Das Gesetz enthält dazu noch eine Definition des Tatbestandsmerkmals des Geeignetseins, die bemerkenswerterweise explizit darauf abstellt, ob ein „verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.“

41 Siehe umfassend dazu *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001.

42 *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1088.

43 Siehe zur Umsetzung der EG-Insiderrichtlinie vom 13. 11. 1989 (89/592/EWG – ABIEG Nr. 1 334, v. 18. 11. 1989, S. 30) *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, 3. Aufl., Einl. Rdn. 13ff.

44 2003/6/EG v. 28. 1. 2003 (ABIEG Nr. L 96 v. 12. 4. 2003, S. 16 ff.); dazu *Weber*, NJW 2003, 18; *Fürhoff*, AG 2003, 80.

45 *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1088; *Assmann*, a. a. O., Rdn. 54 („differenzierte Auslegung“).

46 *Assmann* (Fn. 43), Rdn. 57.

47 *Assmann* (Fn. 43), Rdn. 58. Vgl. allgemein zur europarechtlichen Auslegungslehre, *Oppermann*, Europarecht, 2. Aufl. 1999, Rdn. 680 ff.

4. Zwischenergebnis

Was bedeutet das für den Vorstand? Nach dem oben Gesagten ist der Vorstand mit Blick auf das Unternehmensinteresse zur Geheimhaltung hinsichtlich der für das Unternehmen wesentlichen betriebs- oder geschäftsbezogenen Daten verpflichtet. Gleichzeitig ist es wegen des Informationsbedürfnisses des Kapitalmarkts erforderlich, dass die Unternehmensleitung aussagekräftige Informationen zur Verfügung stellt. Das Insiderrecht erweist sich dabei, wie gesehen, als wenig richtungsweisend, weil es in erster Linie auf die Sanktionierung des persönlichen Missbrauchs unternehmerischer Daten zielt. Gleichzeitig aber ermöglicht das Insiderrecht eine genauere Abgrenzung öffentlicher und nicht öffentlicher Tatsachen, indem es eine funktionsbezogene Differenzierung der Tatsachen vornimmt. Handelt es sich um Tatsachen, die im Rahmen der gesetzlich vorgesehenen Informationskanäle vom Unternehmen prozessiert und weitergegeben werden, kann man je nach Adressatenkreis von bereichsbezogenen öffentlichen Informationen sprechen. Im Umkehrschluss sind solche Informationen als nicht öffentlich anzusehen, die außerhalb dieser Kommunikationskanäle, also etwa innerhalb von vertrags- oder geschäftsbezogenen Informationsweitergaben kommuniziert wurden. Aus Sicht des Erwerbers eines Unternehmens wirkt sich das Insiderrecht insofern aus, als dass entschieden werden muss, in welchem Fall es sich um die Nutzung von letztlich sanktionierbarem Insiderwissen handelt im Unterschied zum Handeln unter Verwendung von Insidertatsachen, aber ohne insiderrechtliche Konsequenz. Führt die Durchführung der Due Diligence Prüfung zur Bestärkung des Erwerbers in seinem Akquisitionsentschluss, handelt es sich nicht um eine Ausnutzung von Insiderwissen. Nimmt der Investor nach Abschluss oder im Laufe der Prüfung, die auch unter Verwendung von Insidertatsachen vorgenommen wurde, von seinem Kaufvorhaben Abstand, so kommt es wegen des letztlich unterbleibenden Erwerbs nicht zu einer Verletzung des Insiderrechts. Anders ist es nur, wenn der Investor unter Verwendung von Insiderwissen den geplanten Beteiligungserwerb durch zusätzliche börsliche oder außerbörsliche Wertpapiergeschäfte ausweitet.⁴⁸

Dies führt zur folgenden Beurteilung der allgemeinen Rechte und Pflichten des Vorstands hinsichtlich der Geheimhaltung von Unternehmensinformationen: Das Vorstandsmitglied der Zielgesellschaft eines geplanten Übernahmegebots wird in dem Moment zum Primärinsider nach § 13 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, wenn er durch den an Zusammenarbeit interessierten Investor von dem geplanten Geschäft erfährt. Ab diesem Moment unterliegt er dem Insiderverbot des § 14 Abs. 1 WpHG. Während dies für den Fall in Nr. 1 der Vorschrift (Erwerb oder Verkauf eigener Papiere) eher unproblematisch ist, zeigen sich die hier angesprochenen Schwierigkeiten in Bezug auf Nr. 2. Diese Vorschrift verbietet dem Insider die unbefugte Mitteilung oder das Zugänglichmachen von Insidertatsachen. Im Falle einer geplanten Übernahme verlangt der Investor vom Anteilseigner regelmäßig weitestgehende Unternehmensinformationen, die ihm der Aktionär aber nicht selbst über das Maß wird zur Verfügung stellen können, in dem sie dem Aktionärskreis bereichsöffentlich bekannt gemacht wurden. In diesem Fall kommt es entscheidend auf die Mitwirkung der Organe der Zielgesellschaft an. Vor dem Hintergrund eines mit guten Gründen zu bejahenden Unternehmensinteresses der Gesellschaft und ihrer Aktionäre an der umfassenden und ordnungsgemäßen Information des Investors über die Lage des Unternehmens geht die Literatur von einer Befugnis des Managements aus, dem potentiellen Käufer auch Insidertatsachen mitzuteilen.⁴⁹ Allerdings

⁴⁸ Assmann (Fn. 43), § 14 Rdn. 31.

⁴⁹ Assmann (Fn. 43), § 14 Rdn. 88 b; ders., AG 1997, 56; Roschmann/Frey, AG 1996, 453.

liegt ein Verstoß gegen das Insiderverbot dann vor, wenn es aufgrund der zur Verfügung gestellten Insidertatsachen zum börslichen oder außerbörslichen Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft kommt.⁵⁰ Ein weiteres Erfordernis erlaubter Weitergabe von Insidertatsachen ist das eigentliche Vorliegen eines Übernahmeangebots, wofür der geplante Kauf einer zumindest bedeutenden Beteiligung oder ein Paketerwerb erforderlich ist.⁵¹ Denn nur in diesem Fall greift der institutionelle Erlaubnisvorbehalt des WpHG, wonach die Weitergabe von Insidertatsachen innerhalb des organisationsrechtlichen Gefüges des Unternehmens erlaubt ist, also zum Beispiel innerhalb des Vorstands, zwischen Vorstand und Aufsichtsrat oder im Verhältnis zum Betriebsrat. Selbstverständlich wird die etwaige Bejahung oder Verneinung dieses Tatbestands im Einzelfall nicht immer leicht sein, zumal dann, wenn ein Kaufangebot vielleicht noch nicht allein eine bedeutende Beteiligung oder einen Paketkauf darstellt. In diesem Fall kommt es dann vor allem darauf an, ob der Erwerber durch den Kauf mittelfristig in die Position kommen wird, mit seinen Anteilen einen besonderen Einfluss auf die Gesellschaft zu erlangen, abzusichern oder zu verstärken.⁵²

III. Informationsbedürfnisse am globalisierten Kapitalmarkt

1. Marktkonkurrenten und Finanzinvestoren als Informationsempfänger

Im Rahmen geplanter Unternehmenskäufe oder bei Übernahmen bedeutender Beteiligungen potenzieren sich die oben angesprochenen Probleme, zumal die Weitergabe sensibler Informationen auch unterschiedlich danach zu bewerten ist, ob es sich bei dem potentiellen Käufer um einen Marktwettbewerber oder um einen Finanzinvestor handelt. Diese Unterscheidung, die für eine differenziertere Bewertung der als betriebs- und geschäftsbezogenen Daten zunächst hilfreich erscheint, erweist sich aber angesichts des sich radikal weiter verändernden Akteursfelds von Unternehmensbeteiligungen im grenzüberschreitenden Investment- und Beteiligungsgeschäft als weniger brauchbar. Denn gerade die Präsenz stark aufgefächerter Portfoliogesellschaften macht eine Zuordnung des Käufers zur Wettbewerber- oder Investorengruppe immer schwieriger. Damit ist aber auch die weitere Abstufung von Informationsöffnungen und -schränken, die weiterhin am Unternehmensinteresse ausgerichtet bleiben soll, nicht einfacher zu handhaben. Die Messlatte des Unternehmensinteresses zur Bestimmung einerseits, was das Unternehmen preisgeben darf und andererseits gegenüber wem, liegt immer noch in abstrakter Höhe.

2. Einführung eines Informationsfreigabeverfahrens

Im Mittelpunkt dieses Abschnitts steht die Ausarbeitung einer verfahrensorientierten Beantwortung der Frage nach den inhaltlichen Grenzen eines Ermessensspielraums des Vorstands bei der Durchführung einer Due Diligence. Ein im Folgenden näher zu bestimmendes *Informationsvergabeverfahren* soll dazu dienen, die sich dem Vorstand im Rahmen einer beim geplanten Unternehmenskauf opportun erscheinenden Due Diligence stellenden Fragen und Risiken besser zu bewerten und effektiver auf sie reagieren zu können.

Angesichts des oben beschriebenen Spannungsverhältnisses zwischen grundsätzlicher Geheimhaltungspflicht des Vorstands auf der einen Seite und der wirtschaftlich und unternehmensbezogen begründeten Erweiterung seines Handlungs- und Kommunikati-

⁵⁰ Assmann (Fn. 43), §14 Rdn. 88 c.

⁵¹ Assmann (Fn. 43), Rdn. 88 e.

⁵² Assmann (Fn. 43), Rdn. 88 e.

onsspielraums bietet sich wie in vergleichbaren Fällen nicht auflösbarer substantieller Fragen eine verfahrensorientierte Lösung an. Der vorliegende Vorschlag zielt darauf, die weiterhin im Spannungsfeld zwischen abstraktem, vom Vorstand zu beachtendem Unternehmensinteresse auf der einen und den umfassenden Informationsbedürfnissen der Handelnden am Kapitalmarkt auf der anderen Seite diskutierten Einschränkungen des Vorstandsermessens im Rahmen eines *Informationsfreigabeverfahrens* aufzulösen. Eine solche Umstellung der Sachfrage nach Inhalt und Grenzen der Kommunikationsfreiheit des Vorstands auf eine verfahrensbaute Gliederung der Informationsfreigabe hat gegenüber dem bisher beschriebenen Modell den Vorteil, dass die einzelnen Kommunikationsleistungen des Vorstands – ähnlich wie im Konzept der Bereichsöffentlichkeit Assmanns – funktions- und kontextbezogen beschrieben und bewertet werden können. Dazu einige Beispiele.

a) Sensibilität der Unternehmensinformation

Dem Vorstand obliegt die Bewertung der Anfrage eines potentiellen Käufers oder Investors nach einer Due Diligence. Die oben beschriebenen Schwierigkeiten bei der Beurteilung von unter das Insiderverbot nach § 14 Abs. 1 WpHG fallenden Tatsachen in der Kommunikation mit Unternehmensdritten haben die Wichtigkeit verdeutlicht, eine Abstufung des Informationsflusses nach Kategorisierung des potentiellen Erwerbers vorzunehmen. Diese Sichtweise lenkt die Aufmerksamkeit von der Innenperspektive weg auf die Außenperspektive des Unternehmens. Dies wiederum hat erhebliche Auswirkungen auf die Bewertung der Grenzen erlaubter Weitergabe von Insiderinformationen. So findet sich im Gesetz eine Stufung der Informationskommunikation hinsichtlich der vom Erwerber angestrebten Anteilkonzentration, §§ 29, 30 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), wonach zwischen einer geplanten Beteiligung und der bloßen Investition ohne unternehmerische Mitgestaltungserwartungen oder gar Kontrollansprüche unterschieden wird. Die in diesem Zusammenhang vorgenommene Betonung der als schützens- und förderungswürdig beschriebenen Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmensübernahmen⁵³ führt allerdings zu einer Umkehrung der ursprünglich auf das Unternehmensinteresse zielenden Perspektiveinstellung. Indem die Weitergabe insiderrechtlicher Daten in erheblichem Maße von der Größe der angestrebten Beteiligung abhängig gemacht wird, wird das Unternehmensinteresse der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmensübernahmen untergeordnet. Auch wenn die oben beschriebenen Probleme der begrifflichen Unschärfe des „Unternehmensinteresses“ ihre eigene Besonderheit haben, so blieben diese letztendlich doch dem Anliegen geschuldet, vom Unternehmen und von dessen berechtigten Geheimhaltungsbedürfnissen her zu denken. Nun aber verschiebt sich die Beobachterperspektive, und das Unternehmensinteresse wird zur Variablen einer Gleichung, die sich nur durch die Bezugnahme auf einen funktionierenden Übernahmemarkt lösen lässt. Genau dies ist aber der richtige Ansatz. Ohne eine Entsubstanzialisierung des Unternehmensinteresses sind ohnehin keine nachvollziehbare Konturen desselben mehr zu erkennen. Andererseits bedeutet aber die Betonung der Funktionsfähigkeit des Marktes im Zusammenhang mit der Bewertung der Weitergabe insiderrechtlich sensibler Tatsachen, dass eine institutionelle Bewertung (Funktionsfähigkeit des Marktes) an die Stelle einer letztlich erfolglosen Substanzbestimmung des Unternehmensinteresses gestellt wird.

Hieraus ergibt sich für die Bestimmung der Rechte und Pflichten des Vorstands hinsichtlich seiner sich nach Gesellschaftsrecht (§ 93 Abs. 1 AktG) und Kapitalmarktrecht (§§ 13, 14 WpHG,

53 Hasselbach, NZG 2004, 1087, 1089.

§§ 29, 30 WpÜG) bestimmenden Geheimhaltungspflicht Folgendes: Ob es sich um eine sensible Tatsache handelt, deren Weitergabe im Rahmen der §§ 13, 14 WpHG n.F. eventuell als unbefugt zu qualifizieren ist, hängt in erster Linie von der mit der Weitergabe verfolgten Zielsetzung ab.

Im Ergebnis entspricht die vom deutschen Gesetzgeber vorgenommene Weichenstellung auch den Vorgaben des Europarechts. Der europäische Gesetzgeber hatte nämlich bereits in der Insiderrichtlinie von 1989 wie auch in der sie ersetzenden Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003⁵⁴ hervorgehoben, dass eine Weitergabe von Insiderinformationen nur im Interesse des Insiders möglich ist – nicht im Interesse des Informationsempfängers. Auch vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass sich die Zulässigkeit der Weitergabe von Insiderinformationen vorrangig nach dem unternehmerischen Interesse der Zielgesellschaft richtet.⁵⁵ Dieses bestimmt sich allerdings, wie gezeigt, nicht mehr abstrakt nach dem Bild eines Unternehmens als Festung, welche sich gegen die Preisgabe sensibler Informationen an die die Burg umzingelnden Unternehmenskonkurrenten oder -feinde wehren muss. Vielmehr stehen Unternehmen in einem territorial entgrenzten Wettbewerb um Marktpositionen, was zu einer dynamischen Kultur des Kaufs und Verkaufs von Unternehmensbeteiligungen führt. Damit ändert sich aber auch der Bewertungsmaßstab zur Beurteilung der Schutzwürdigkeit der Unternehmensinformation und, damit zusammenhängend, der schadensersatzpflichtigen Geheimhaltungspflicht der Organe. Dementsprechend stellt die Informationsweitergabe von Insider-tatsachen im Rahmen der Due Diligence keine Verletzung des Insiderrechts (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) dar, wenn sie befugt stattfindet. Dieser Perspektivänderung entspricht auch die Ansicht, wonach die Geheimhaltungspflicht nur noch ein Posten im Rahmen einer ansonsten „offenen“ Abwägung ist.⁵⁶ Selbstverständlich findet diese Abwägung statt unter Anwendung zahlreicher Leitprinzipien, die sich in den letzten Jahren in der Diskussion herausgebildet haben. So spricht Körber etwa von der *Feinsteuerung* bei der Ausgestaltung der Due Diligence, durch die eine stufenmäßige, am Fortgang und Entwicklungsstadium der Transaktion orientierte Weitergabe von Informationen ermöglicht werden soll.⁵⁷ Einer solchen Feinsteuerung zur Risikominimierung kommt wegen der Vielgestaltigkeit und der Multifunktionalität der Due Diligence besondere Bedeutung zu. Auch wenn die verbreitete Geschäftspraxis sich mittlerweile weitgehend auf erprobte „Checklisten“ stützen kann⁵⁸, stehen hier weiterhin die unterschiedlichen Funktionen der Due Diligence im Hintergrund, die allesamt zum Gesamtgehalt der Unternehmensprüfung beitragen. Zu nennen sind hier⁵⁹ Gewährleistungsfunktion, Risikoermittlungsfunktion, Wertermittlungs- und Dokumentations- und Beweissicherungsfunktion. In diesem Sinne sprechen Linker und Zinger auch von der Pflicht des Vorstands, die „Chancen und Risiken der Informationsweitergabe sorgfältig gegeneinander abzuwägen“ und „stets den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz“ zu beachten.⁶⁰

b) Vertraglichung der Informationsbeziehung: Datenschutz- und arbeitsrechtliche Aspekte

Immer schon in der Diskussion waren die datenschutz- und arbeitsrechtlichen Aspekte von Vorstandsverlautbarungen und Informationsweitergaben im Rahmen der Due Diligence.⁶¹ In die-

⁵⁴ Siehe hierzu *Weber*, EuZW 2002, 43; *Fürhoff*, AG 2003, 80.

⁵⁵ Vgl. Art. 3 (a) der InsiderRiLi.; Art. 3 (a) der Marktmissbrauchsrichtlinie; siehe dazu *Hasselfeld*, NZG 2004, 1087, 1090.

⁵⁶ *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449, 451 f.; zustimmend *Körber*, NZG 2002, 263, 269.

⁵⁷ *Körber*, NZG 2002, 263, 270 ff.

⁵⁸ Siehe etwa die Checkliste *Grimm/Böker*, NZA 2002, 193, 197 ff.

⁵⁹ Vgl. hierzu *Kiethe*, NZG 1999, 976, 977 ff.; *Körber*, NZG 2002, 263, 264.

⁶⁰ *Linker/Zinger*, NZG 2002, 497, 499.

sem Zusammenhang ist auch die schon genannte Abwägung im Rahmen der Business Judgment Rule von Bedeutung, weil sie den Rahmen für die Abwägung der Rechtspositionen verändert, die sich bei der Informationsweitergabe in der Due Diligence gegenüberstehen.

Bei der Ausgestaltung der Due Diligence ist zu berücksichtigen, dass sie nicht Ergebnis einer *aut caesar aut nihil*-Entscheidung sein muss. Vielmehr sind bei ihrer Durchführung zeitgebundene und andere Aspekte wie die Rechtspositionen von Beteiligten zu berücksichtigen. Bei der Feinsteuerung der Due Diligence kommt es dann im Einzelfall darauf an, in welchem Stadium sich die Transaktion befindet und dementsprechend in welches konkrete Abwägungsverhältnis Rechtspositionen des Unternehmens und seiner Mitglieder zu stellen sind. Eine Due Diligence ist regelmäßig kein automatisches, mechanisiertes Prüfungsverfahren, sondern ein komplexes und vielfältiges Untersuchungsunternehmen, in dessen Verlauf es wegen der Menge und Qualität der in den Datenraum eingestellten Dokumente immer wieder zu Veränderungen kommen kann. In diesem Rahmen kommt der oben angesprochenen Interessenabwägung nicht nur *vor* dem Entschluss zur Durchführung einer Due Diligence, sondern auch *während* ihrer Durchführung eine wichtige Rolle zu.⁶²

Der Vorstand des Zielunternehmens muss nach seinem Entschluss zur Durchführung einer Due Diligence dafür Sorge tragen, wegen der ihm obliegenden, grundlegenden Verschwiegenheitspflicht die mit der Informationsweitergabe verbundenen Risiken weitgehend niedrig zu halten.⁶³ Eine Möglichkeit zur Erreichung dieses Ziel stellt der Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung mit dem Käuferunternehmen dar. Eine entsprechende Vereinbarung führt zur Kontraktualisierung der Pflichten und Obliegenheiten. Vorrangig wird es dabei um die Verpflichtung des Informationsempfängers gehen, die erhaltenen Informationen nicht an Dritte weiterzugeben und sie nur zu dem vorgesehenen Zweck zu verwenden.⁶⁴ Eine Möglichkeit zur Verstärkung der vertraglichen Geheimhaltungspflicht könnte in der Vereinbarung einer Vertragsstrafe gesehen werden.⁶⁵ Flankierend könnte auch an die Aufnahme von Geheimhaltungspflichten in den LOI (letter of intent) gedacht werden, dem in der M&A-Praxis eine immer stärkere Bedeutung zugemessen wird.⁶⁶ Denn trotz seiner rechtlichen Unverbindlichkeit kommt dem LOI in der Praxis besonders bei komplexen Transaktionen oft die Rolle zu, Teilbereiche einer komplexen Vereinbarung frühzeitig zu klären oder einer frühen Klärung zuzuführen.⁶⁷

Aber auch bei dem vertraglichen Ansatz verbleiben noch beträchtliche Probleme.⁶⁸ Nur sehr vordergründig lassen sich die Missbrauchsmöglichkeiten des Informationsempfängers auch durch eine Vereinbarung eingrenzen, nach der etwa eine Einsichtnahme in die Verträge leitender Unternehmensangestellter ausnahmsweise und entgegen der grundsätzlichen arbeitsrechtlichen Bedenken nur dann erlaubt sein soll, wenn das Interesse des Käufers an der beabsichtigten Transaktion stärker wiegt als das Recht des Arbeitnehmers auf informationelle Selbstbestim-

61 *Bühr*, BB 1998, 1198 ff.; *Körber*, NZG 2002, 263, 267.

62 *Körber*, NZG 2002, 263, 270, spricht von einer „abgestuften Einzelfallentscheidung darüber, *wem, wann, wie und was* im Rahmen der *due diligence* mitgeteilt bzw. zugänglich gemacht werden soll.“

63 *Linker/Zinger*, NZG 2002, 497, 501.

64 *Linker/Zinger*, NZG 2002, 497, 501.

65 *Ziemons*, AG 1999, 492, 494; *Linker/Zinger*, NZG 2002, 497, 501.

66 Vgl. *Lutter*, Letter of Intent, 3. Aufl. 1998, S. 3 ff.; *Kösters*, NZG 1999, 623; *Palandt/Heinrichs*, 64. Aufl. 2005, Vor § 145 Rdn. 18.

67 *Kramer*, Münch. Komm., Bd. 1, 4. Aufl. 2001, Vor § 145 Rdn. 41; *Wolf*, DNotZ 1995, 193.

68 Einen guten Überblick über den Umfang der Due Diligence unter Berücksichtigung der arbeits-, sozialversicherungs- und datenschutzrechtlichen Aspekte bieten *Grimm/Böcker*, NZA 2002, 193 ff.

mung.⁶⁹ Denn hier führt die vermeintlich erhellende Begründung einer Zurückstellung des Selbstbestimmungsrechts gerade wieder in den anfangs aufgezeigten Zirkel, dass sich nämlich das Käuferinteresse ebenso wenig eindeutig im Rahmen einer Abwägung definieren lässt wie das eingangs diskutierte Unternehmensinteresse, nach dem sich die Ermessensausübung des Vorstands der Zielgesellschaft ausrichten soll.

Letztendlich wird das arbeitsrechtlich geschützte informationelle Selbstbestimmungsrecht der Arbeitnehmer dadurch ausgehöhlt, dass bei der vermeintlichen Abwägung dem Interesse des Käuferunternehmens das Verkaufsinteresse des Zielunternehmens zur Seite gestellt wird. Wenn der Fortgang des Verkaufsgeschäfts auch im Interesse des Zielunternehmens steht – was vom Vorstand im Rahmen von § 93 AktG alleinverantwortlich und kollegial⁷⁰ festzustellen ist –, dann wird das Geheimhaltungsbedürfnis der Arbeitnehmer zurückgestellt werden. Dies steht zwar im Einklang mit den oben gemachten Ausführungen zur Ausrichtung der Ermessensentscheidung des Vorstands am Unternehmensinteresse, aber dennoch folgt auch aus diesem Abwägungsergebnis eine klare Priorität des vom Vorstand zu definierenden Unternehmensinteresses gegenüber individuellen Rechtspositionen von Unternehmensangehörigen.

Anders stellt sich diese Problematik dar, wo es um die Hereinnahme einer Mitarbeiterliste in den data room geht. Hier wird es im Einzelfall immer wieder die Möglichkeit geben, die Namen der Angestellten auch im Rahmen einer umfassenden Due Diligence zu anonymisieren⁷¹, weil sich das Interesse des Kaufinteressenten an einem ausreichend klaren, aussagekräftigen Bild des Zielunternehmens auch durch anonymisierte Verträge befriedigen lassen wird.

3. Zusammenfassung

1. Im wiedererstarkenden Unternehmenskaufgeschäft behält die Due Diligence ihre zentrale Rolle für die Durchleuchtung des Zielunternehmens und die Risikominimierung für Käufer und Verkäufer. Ihre herausragende Bedeutung nimmt im Rahmen weltweit operierender Investmentgesellschaften weiter zu.

2. Es liegt im objektiven Interesse des Zielunternehmens, eine Due Diligence durchzuführen, bei der dem Kaufinteressenten eine umfassende und abgestufte, auf Datenschutz- und arbeitsrechtliche Aspekte ausgerichtete, Einsicht in das Unternehmen gewährt wird.

3. Dem Vorstand kommt hierbei eine aktive Rolle zu: Die Durchführung und Feinsteuerung der Due Diligence fallen unter seine Sorgfaltspflicht im Rahmen des § 93 Abs. 1 AktG in der durch das UMAG geänderten Form und der hierdurch kodifizierten *Business Judgment Rule*.

4. Die durch das AnSVG herbeigeführte Verschärfung des Insiderrechts (§§ 13, 14 WpHG) erweist sich im Ergebnis nur bedingt geeignet zur Grenzziehung zwischen Geheimhaltungspflicht des Vorstands und dem Informationsbedürfnis des Marktes, weil es vorrangig missbrauchsbezogen konzipiert ist. Gleichzeitig aber erlaubt eine mit dem Begriff der ‚Bereichsöffentlichkeit‘ operierende, *funktionsbezogene* Interpretation von ‚öffentlichen‘ und ‚nicht öffentlichen‘ Tatsachen eine genauere inhaltliche Bestimmung des Ermessensspielraums des Vorstands.

5. Die Offenlegung von Unternehmensdaten soll in einem Informationsfreigabeverfahren geschehen, bei dem sich der Grad und

⁶⁹ Reese, Due Diligence bei einer Aktiengesellschaft – Rechte und Pflichten des Vorstands, in: Mergers & Acquisitions Jahrbuch 2005, 90, 91.

⁷⁰ Grundsätzlich Linker/Zinger, NZG 2002, 497, 498.

⁷¹ Körber, NZG 2002, 263, 267; so auch Grimm/Böker, NZA 2002, 193 Fn. 108.

die Art der Informationskommunikation an der Zielrichtung des Kaufgeschäftes (Beteiligung, Kontrollausübung, vollständige Übernahme) orientiert. Freilich wird hierbei deutlich, dass der unbestimmte Begriff des Unternehmensinteresses, an dem sich grundsätzlich alle Informationsfreigabe zu orientieren hat, im Ergebnis unter Bezugnahme auf einen ‚funktionsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle‘ inhaltlich gefüllt wird.

6. Das Informationsfreigabeverfahren kann darüber hinaus durch seine Kontraktualisierung datenschutzrechtliche und arbeitsrechtliche Belange effektiver berücksichtigen. Indem die Due Diligence nicht als „alles oder nichts“ verstanden wird, sondern als anpassungsfähiger Rahmen der Unternehmenskommunikation, kommt ihr im lokalen und weltweiten Akquisitionsgeschäft wieder eine sehr fruchtbare und gestaltungsfähige Rolle bei der Risikominimierung zu.

Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Beteiligungserwerb

Unternehmenskauf, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Business Judgment Rule

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Datenschutz

Datenschutz

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule

Due Diligence

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Geheimhaltungspflicht

des Vorstands, Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Geschäftsverkehr, globalisierter

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Informationsfreigabeverfahren

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Business Judgment Rule, Datenschutz

Insiderrecht

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderverbot,

Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Insiderverbot

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Kapitalmarkt

Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

M&A

Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Unternehmenskauf

Beteiligungserwerb, Due Diligence, Geheimhaltungspflicht des Vorstands, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz

Vorstand

Geheimhaltungspflicht, Unternehmenskauf, Beteiligungserwerb, Due Diligence, globalisierter Geschäftsverkehr, Kapitalmarkt, AnSVG, Insiderrecht, Insiderverbot, Informationsfreigabeverfahren, Business Judgment Rule, Datenschutz