

Beck'sches Mandatshandbuch Due Diligence

4. Auflage 2024
ISBN 978-3-406-77301-3
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

nenbezogener Daten, zum freien Datenverkehr und zur Aufhebung der Richtlinie 95/46/EG (Datenschutz-Grundverordnung, DS-GVO).¹¹⁸ Dies sind alle Informationen, welche sich auf eine identifizierte oder identifizierbare natürliche Person beziehen, Art. 4 Nr. 1 Hs. 1 DS-GVO. Als identifizierbar wird eine natürliche Person angesehen, die direkt oder indirekt, insbesondere mittels Zuordnung zu einer Kennung wie einem Namen, zu einer Kennnummer, zu Standortdaten oder mehreren besonderen Merkmalen, die Ausdruck der physischen, physiologischen, genetischen, psychischen, wirtschaftlichen, kulturellen oder sozialen Identität dieser natürlichen Person sind, identifiziert werden kann, Art. 4 Nr. 1 Hs. 2 DS-GVO. Unter Verarbeitung solcher personenbezogener Daten fällt auch die Offenlegung durch Übermittlung, Verbreitung oder eine andere Form der Bereitstellung von personenbezogenen Daten, Art. 4 Nr. 1 DS-GVO. Damit fällt die Durchführung einer Due Diligence unter den **Schutzbereich der DS-GVO**.¹¹⁹ Mithin ist die Zulässigkeit der Durchführung einer Due Diligence anhand der Voraussetzungen des Art. 6 Abs. 1 DS-GVO zu prüfen. Möglich ist insoweit die Einwilligung der betroffenen Personen in eine etwaige Datenübermittlung, Art. 6 Abs. 1 lit. a DS-GVO. In der Regel wird jedoch eine **nachträgliche Einholung** einer solchen Einwilligung **nicht** in Betracht kommen. Zudem ist darauf hinzuweisen, dass die Einwilligung jederzeit widerrufen werden kann, was zur Folge hätte, dass jede weitere Datenverarbeitung gestoppt werden müsste, so dass die Durchführung der Transaktion gefährdet wäre.¹²⁰ Da die Verarbeitung zu Zwecken der Vorbereitung einer Unternehmenstransaktion nicht der Erfüllung bzw. Durchführung der mit den betreffenden Personen geschlossenen Verträge dient, kommen auch die Vertragsbeziehungen zu Kunden und Lieferanten (Art. 6 Abs. 1 lit. b DS-GVO) bzw. Beschäftigten (§ 26 Abs. 1 BDSG) nicht als Rechtfertigungsgrundlage in Betracht.¹²¹

Weiter kommt die Ermächtigung des **Art. 6 Abs. 1 lit. f DS-GVO** in Betracht, wonach die Verarbeitung zur Wahrung der berechtigten Interessen des Verantwortlichen (Zielgesellschaft) oder eines Dritten (Erwerber) erforderlich ist und die Interessen oder Grundrechte oder Grundfreiheiten der betroffenen Personen, welche den Schutz personenbezogener Daten erfordern, nicht überwiegen. Hierzu ist eine **umfassende Interessenabwägung** erforderlich.¹²² Weitere für die Beurteilung der datenschutzrechtlichen Zulässigkeit bedeutende Faktoren sind, ob die Due Diligence in einem physischen oder virtuellen Datenraum mit und ohne Kopier-/Speichermöglichkeit stattfindet, welchem Adressatenkreis die Daten zur Kenntnis gegeben werden und ob die Serverstandorte der Datenraumanbieter sowie der Empfänger innerhalb oder außerhalb der EU oder des EWR ansässig sind.¹²³ Ein überwiegendes Interesse an einer Datenübermittlung kann bei Anstellungsverträgen von Vorständen und Geschäftsführern sowie bei Arbeitnehmern mit Schlüsselpositionen angenommen werden, während hingegen bei sonstigen Mitarbeitern eine Übermittlung aggregierter Informationen zu Alters- und Gehaltsstrukturen für die Unternehmensbewertung als ausreichend angesehen werden dürfte.¹²⁴ Denn insoweit dürfte die Informationspflicht aus Art. 13 Abs. 3 DS-GVO ggü. den betroffenen Personen vor der Weiterverarbeitung einer Preisgabe aller persönlichen Daten entgegenstehen.¹²⁵ Für Zwecke der Due Diligence werden zudem die maßgebenden Informationen zu den wichtigsten Kunden und Lieferanten ausreichend sein.¹²⁶

Allerdings ist zu beachten, dass die eingeholten personenbezogenen Daten ursprünglich zu einem gänzlich anderen Zweck erhoben worden sind (zB Adressen von Kunden). Gemäß Art. 13 Abs. 3 DS-GVO entsteht daher eine **Informationspflicht für die Zielgesellschaft ggü. den jeweiligen Berechtigten** (Kunden), wenn und so weit die personenbezogenen Daten für

¹¹⁸ ABl. 2016 L 119 vom 4.5.2016, S. 1 ff.

¹¹⁹ Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB/Lehmann § 26 Rn. 6 (7); Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (172).

¹²⁰ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (172).

¹²¹ Klausch/Mentzel BB 2020, 1610 (1613).

¹²² Taeger/Gabel/Taeger DS-GVO Art. 6 Rn. 96 ff.

¹²³ Forgó/Helfrich/Schneider Betr. Datenschutz-HdB/Schröder Teil VI Kap. 4 Rn. 2; Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (172 f.).

¹²⁴ Forgó/Helfrich/Schneider Betr. Datenschutz-HdB/Schröder Teil VI Kap. 4 Rn. 31.

¹²⁵ Reif RDV 2022, 18 (19 f.).

¹²⁶ Klausch/Mentzel BB 2020, 1610 (1613).

einen anderen Zweck weiterverarbeitet werden, als den, für den sie ursprünglich erhoben wurden. Dies ist bei der Offenlegung zum Zweck des Unternehmensverkaufs regelmäßig der Fall.¹²⁷ Auch den Erwerber treffen beim Erhalt personenbezogener Daten ebenfalls Informationspflichten nach Art. 14 DS-GVO. Insoweit ist auch zu beachten, dass der betroffene Dritte in diesem Zusammenhang auch umfangreiche Auskunftsansprüche geltend machen kann, Art. 15 DS-GVO, oder der Offenlegung widersprechen kann, Art. 21 DS-GVO. Gerade letzteres dürfte die Durchführung einer Due Diligence bzw eines Unternehmenskaufs erheblich beeinträchtigen. Denn gerade insoweit besteht das Risiko, dass die geplante Transaktion einer breiten Masse von Personen bekannt wird.¹²⁸

- 41 Daher ist darauf zu achten, dass möglichst vor Durchführung einer Due Diligence bereits die **Einwilligungen von den Betroffenen vorliegen**, insbesondere durch Zustimmung zu einer entsprechenden Datenschutzerklärung.¹²⁹ Allerdings muss dann im konkreten Fall geprüft werden, ob und welche Daten hiervon tatsächlich umfasst sind.¹³⁰ Möglich ist des Weiteren das Schwärzen von personenbezogenen Daten.¹³¹ Eine solche Vorgehensweise bietet sich gerade bei Unternehmensinformationen, insbesondere bei Kundenlisten, an, bei denen es dem Erwerber nicht auf die Identität der Betroffenen, sondern auf einen Gesamtüberblick ankommt.¹³² Insoweit ist es essentiell, die relevanten **Dokumente** soweit zu **anonymisieren**, dass keine Identifizierung mehr möglich ist.¹³³ Eine weitere Möglichkeit wäre lediglich eine Zusammenfassung ohne entsprechende Auflistung im Rahmen einer **Vendor Due Diligence**, bei der die Zielgesellschaft selbst den Due Diligence-Bericht erstellt, welchen sie dem Erwerber zur Verfügung stellt. Zum Teil werden die obigen alternativen Lösungsansätze auch kombiniert. In jedem Fall ist es des Weiteren essentiell, zusätzlich die Offenlegung der Informationen mittels einer geeigneten **Vertraulichkeitsvereinbarung** zu flankieren und ggf. auch zu sanktionieren, die Offenlegung der Informationen zudem zusätzlich auf das in dem jeweiligen Transaktionsstadium nötige und erforderliche Minimum zu beschränken.¹³⁴
- 42 Allerdings bestehen auch **Transparenzpflichten** ggü. den von einer Datenverarbeitung betroffenen Personen. Je nachdem, ob die Daten bei der betroffenen Person selbst erhoben wurden oder aus anderen Quellen stammen, ist entweder Art. 13 DS-GVO oder Art. 14 DS-GVO einschlägig. In der Regel gilt allerdings ein **Geheimhaltungsinteresse** der beteiligten Unternehmen. Diesem liefe es zuwider, wenn sämtliche betroffenen Kunden, Lieferanten und insbesondere Beschäftigten des Zielunternehmens in Kenntnis zu setzen wären. Der Käufer dürfte sich insoweit auf die Ausnahmenvorschriften des Art. 14 Abs. 5 lit. b 4. Fall DS-GVO stützen, wonach bei Mitteilung der mit der Bearbeitung verfolgte Zweck vereitelt wird. Eine weitere Ausnahme besteht nach § 29 Abs. 1 S. 1 BDSG dann, soweit durch die Erfüllung der Pflicht aus Art. 14 Abs. 1 DS-GVO Informationen offenbart würden, welche wegen der berechtigten Interessen eines Dritten der Geheimhaltung unterliegen. Insoweit ist auch hier eine Dokumentation anzuraten, die ebenfalls einzelbezogenes Interesse der betroffenen Personen am Datenschutz gegen das Interesse der Beteiligten der Transaktion abwägen.¹³⁵ Allerdings ist zu beachten, dass diese Vorschriften eben **nur für den Käufer** gelten, **nicht hingegen für das Zielunternehmen**. Allerdings wird insoweit eine analoge Anwendung des Art. 14 Abs. 5 lit. b DS-GVO auf die Fälle des Art. 13 DS-GVO vertreten,¹³⁶ nach anderer Ansicht wird hier § 32 Abs. 1 Nr. 4 BDSG extensiv ausgelegt, so dass auch für das Zielunternehmen hier eine Ausnahmenvorschrift gilt.
- 43 Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass eine **reine Verletzung von Datenschutzgesetzen nicht zur Nichtigkeit des Unternehmenskaufvertrags** führt. Denn bei der DS-GVO und dem

¹²⁷ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (173).

¹²⁸ Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB/Lehmann § 26 Rn. 23.

¹²⁹ Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB/Lehmann § 26 Rn. 24.

¹³⁰ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (173).

¹³¹ Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB/Lehmann § 26 Rn. 20 und 23.

¹³² Simitis/Hornung/Spiecker gen. Döhmman/Schantz DSGVO Art. 6 Abs. 1 Rn. 128.

¹³³ BeckHdB Unternehmenskauf/Plath C Rn. 209; Klausch/Mentzel BB 2020, 1610 (1613).

¹³⁴ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (173).

¹³⁵ Tribess/Spitz GWR 2019, 261 (264); aA Bach EuZW 2020, 175 (178).

¹³⁶ Forgó/Helfrich/Schneider Betr. Datenschutz-HdB/Schröder, Teil VI Kap. 4 Rn. 61; aA Bach EuZW 2020, 175 (178).

BDSG handelt es sich jeweils **nicht** um **Verbotsgesetze** iSd § 134 BGB.¹³⁷ Allerdings können sich an ein etwaiges Fehlverhalten gegen datenschutzrechtliche Vorschriften mit hohen Geldbußen sanktioniert werden. Sie können je nach Art des jeweiligen Datenschutzverstosses Geldbußen von bis zu EUR 20,0 Mio. oder 4 % des gesamten weltweiten erzielten Jahresumsatzes des vorangegangenen eines Unternehmens angesetzt werden, Art. 83 DS-GVO. Die Höhe der tatsächlich verhängten Bußgelder ist in den letzten Jahren auch signifikant angestiegen.¹³⁸

b) **Vertragliche Vertraulichkeitsvereinbarungen mit Dritten.** Bei der Offenlegung von Informationen im Rahmen einer Due Diligence sind auch vertragliche Vertraulichkeitsvereinbarungen, die das **Zielunternehmen mit Dritten**, insbesondere Kunden und Lieferanten, vereinbart hat, zu beachten. Auch ohne eine explizite Vereinbarung kann sich eine Vertraulichkeitsverpflichtung aus einer vertraglichen Nebenpflicht ergeben.¹³⁹ Dadurch befindet sich die Zielgesellschaft im Konflikt einerseits die Vertragsdokumentation dem Kaufinteressenten im Interesse der Anteilseigner zur Verfügung stellen zu wollen, andererseits aber die mit der Vertraulichkeitsklausel verbundene Sanktion zu riskieren.¹⁴⁰ Sinn und Zweck solcher Vertraulichkeitsverpflichtungen ist der Schutz des jeweiligen Vertragspartners vor dem Bekanntwerden vertraulicher Informationen, etwa von Konditionen und Know-How.¹⁴¹ Auch das Bankgeheimnis, das sich als vertragliche Pflicht aus den Vereinbarungen mit den Kunden der Bank ergibt (insbesondere aus den AGB der Banken), fällt insoweit darunter.¹⁴²

Insoweit ist zunächst der **Inhalt** und der **Gegenstand** der Vertraulichkeitsverpflichtung ggü. dem Dritten in Bezug auf Auslegungsmöglichkeiten zu überprüfen. So kann eine Offenlegung ggü. dem Käufer je nach Wortlaut der Klausel zulässig sein, wenn das Zielunternehmen durch eine Vertraulichkeitsvereinbarung sicherstellt, dass der Käufer die gewonnenen Erkenntnisse seinerseits weder zum Nachteil der Zielgesellschaft noch zum Nachteil von Dritten nutzt.¹⁴³ Insoweit befindet sich die Zielgesellschaft in einem Dilemma. Denn einerseits ist sie gehalten, dem Erwerber wesentliche Informationen offenzulegen, andererseits soll sie Vertragsinhalte geheim halten. Wenn hier solcher Art Vertraulichkeitsklauseln ausdrückliche Regelungen zum Verfahren bei einer Due Diligence enthalten, müssen diese befolgt werden.¹⁴⁴ Problematisch sind indes solcher Art Klauseln, welche keine solchen Regelungen zur Durchführung einer Due Diligence beinhalten. Solcher Art Verträge sollten daher lediglich in **geschwärtztem Zustand**¹⁴⁵ und nur unter Geltung einer **Vertraulichkeitsvereinbarung** mit dem Erwerber in den Datenraum eingestellt werden.¹⁴⁶ Möglich sind auch anonymisierte Zusammenfassungen der vertraglichen Inhalte durch das Zielunternehmen.¹⁴⁷ Durch eine Schwärzung wird dem Geheimhaltungsinteresse des Vertragspartners Genüge getan, andererseits kann der Erwerber vertragliche Regelungen (Laufzeiten, Change-of-Control-Klauseln etc.) überprüfen. Bedenkenswert schein die Ansicht, dass eine teleologische Reduktion der Vertraulichkeitsklauseln wohl getätigt werden kann, wenn die Due Diligence erst kurz oder erst nach dem Signing getätigt wird.¹⁴⁸ In den Fällen, in denen eine ungeschwärtzte Version seitens des Erwerbers verlangt wird, muss die Einwilligung der jeweiligen Vertragspartner eingeholt werden.¹⁴⁹ Auch insoweit bietet sich die Bildung eines Clean

¹³⁷ BGH 27.2.2007 – XI ZR 195/05, NJW 2007, 2106 (2107 f.); Holzapfel/Pöllath/Bergjan/Engelhardt Unternehmenskauf/Greitemann/Funk Rn. 1712.

¹³⁸ Holzapfel/Pöllath/Bergjan/Engelhardt Unternehmenskauf/Greitemann/Funk Rn. 1713.

¹³⁹ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (176).

¹⁴⁰ Holzapfel/Pöllath/Bergjan/Engelhardt Unternehmenskauf/Greitemann/Funk Rn. 748.

¹⁴¹ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (176); Schiffer/Bruß BB 2012, 847.

¹⁴² BeckM&A-HdB/Meurer § 9 Rn. 54.

¹⁴³ BeckM&A-HdB/Meurer § 9 Rn. 55.

¹⁴⁴ Hettler/Stratz/Hörtnagl Unternehmenskauf/Hörtnagl/Zwirner § 2 Rn. 78.

¹⁴⁵ Osterhues Post Merger Integration S. 83.

¹⁴⁶ Hettler/Stratz/Hörtnagl Unternehmenskauf/Hörtnagl/Zwirner § 2 Rn. 78; Holzapfel/Pöllath/Bergjan/Engelhardt Unternehmenskauf/Greitemann/Funk Rn. 748; Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (177).

¹⁴⁷ BeckM&A-HdB/Meurer § 9 Rn. 56.

¹⁴⁸ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (177).

¹⁴⁹ Hettler/Stratz/Hörtnagl Unternehmenskauf/Hörtnagl/Zwirner § 2 Rn. 78; Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (177).

Teams¹⁵⁰ an. Wenn die Interessen der jeweiligen Vertragspartner nicht beachtet werden, könnten diese **Schadenersatzansprüche und Ansprüche auf Vertragsstrafen**¹⁵¹ geltend machen oder den **Rücktritt** wegen einer wesentlichen Vertragsverletzung ggf. erklären. Insoweit besteht bei der Verwendung von ungeschwärzten Informationen im Rahmen einer Due Diligence ein erhebliches vertragliches **Risiko** für das Zielunternehmen.¹⁵²

- 46 c) **Grenzen aus Persönlichkeitsrechten Dritter.** Beschränkungen der Due Diligence können sich allerdings aus Persönlichkeitsrechten der Beschäftigten ergeben, insbesondere bei der Durchführung einer **Human Resources Due Diligence**. Hier sind Arbeitgeber und potentielle Erwerber besonders daran interessiert, möglichst umfassende Informationen über die arbeitsrechtlichen Informationen im Betrieb zu erlangen, um die Lage und die wirtschaftliche Entwicklungsfähigkeit des Unternehmens möglichst genau beurteilen zu können. Dabei ist jedoch der **Schutzbereich der allgemeinen Persönlichkeitsrechte** der betroffenen Arbeitnehmer sowie das **Bundesdatenschutzgesetz** betroffen.¹⁵³ **Nicht zulässig** ist daher die **Übermittlung einer Mitarbeiterliste**, in der die Mitarbeiter mit ihren wesentlichen Daten namentlich aufgeführt sind.¹⁵⁴ Daher hat das Zielunternehmen an den Erwerber die Daten in anonymisierter oder statistisch aufbereiteter Form zu übermitteln. Bei kleineren mittelständischen Betrieben ist allerdings eine Anonymisierung kaum möglich.
- 47 Grundsätzlich nicht übermittelt werden dürfen ferner datenmäßig erfasste **Daten über Gesundheitsverhältnisse und Schwerbehinderungen** sowie die **Betriebsratszugehörigkeit**. Lediglich bei Vorliegen besonderer Gründe ist eine solche Übermittlung zulässig. Ferner sind zulässig die Übermittlung kollektiver betrieblicher Regelungen, die Informationen über anhängige arbeitsgerichtliche Verfahren für die Beurteilung des Risikos der anhängigen Rechtsstreitigkeiten, sowie von Musterarbeitsverträgen der Arbeitnehmer und der Einzelarbeitsverträge des Managements bzw. der Geschäftsführung.¹⁵⁵
- 48 d) **Kartellrechtliche Grenzen.** Möglich ist auch, dass die Durchführung der Due Diligence eines Kaufinteressenten an **kartellrechtliche Grenzen** stößt. Vereinbarungen zwischen Unternehmen, Beschlüsse von Unternehmensvereinigungen und aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen, welche eine Verhinderung, Einschränkung oder Verfälschung des Wettbewerbs bezwecken oder bewirken, sind gemäß Art. 101 Abs. 1 AEUV bzw. § 1 GWB verboten. Eine derartige Koordinierung zwischen Unternehmen liegt bereits dann vor, wenn es zu einer unmitttelbaren oder mittelbaren Fühlungnahme zwischen Unternehmen kommt, welche bezweckt oder bewirkt, dass Wettbewerbsbedingungen entstehen, die im Hinblick auf die Art der Waren oder erbrachten Dienstleistungen, die Bedeutung und Zahl der beteiligten Unternehmen sowie den Umfang des in Betracht Marktes nicht den normalen Bedingungen dieses Marktes entsprechen.¹⁵⁶ Schon der **Austausch wettbewerbsrelevanter Informationen** im Rahmen einer Due Diligence kann eine derartige Fühlungnahme darstellen, welche aufgrund der Kenntnisnahme sensibler Informationen des Zielunternehmens geeignet ist, den Markt zu beeinflussen.¹⁵⁷ Der Kartellrechtsverstoß kann sich schon aus der bloßen Kenntnisnahme vertraulicher Information eines Wettbewerbers ergeben.¹⁵⁸ Dabei muss der Kaufinteressent nicht unbedingt Mitbewerber der Zielgesellschaft sein, schon eine Vertikalbeziehung, bei der die Parteien auf unterschiedlichen Wirtschaftsstufen stehen, ist kartellrechtlich relevant.¹⁵⁹ Ein Wettbewerbsverhältnis besteht zudem auch dann, wenn der Kaufinteressent bei Scheitern der Transaktion ohne große Hindernisse in den relevanten Markt eintreten

¹⁵⁰ → Rn. 48.

¹⁵¹ Osterhues Post Merger Integration S. 82 f.; Schiffer/Bruß BB 2012, 847.

¹⁵² BeckM&A-HdB/Meurer § 9 Rn. 55.

¹⁵³ → § 41 Rn. 44 ff. und → § 18 Rn. 6.

¹⁵⁴ Werner ZIP 2000, 989 (993).

¹⁵⁵ Näher hierzu Diller/Deutsch K&R 1998, 16 ff.

¹⁵⁶ EuGH 28.5.1998 – C 7/95 P, Rn. 97, BeckRS 2004, 77716.

¹⁵⁷ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (173); Hauschka/Moosmayer/Löslers Corporate Compliance/Liese/Theusinger § 27 Rn. 41 und 42.

¹⁵⁸ Laute/Gildhoff die bank 3/2015, S. 48.

¹⁵⁹ Bechtold/Bosch GWB § 1 Rn. 62.

könnte oder das sogar bereits plant.¹⁶⁰ Daher muss von der Geschäftsführung bzw. Vorstand der Zielgesellschaft geprüft werden, ob der Zulassung einer Due Diligence hier kartellrechtliche Gesichtspunkte entgegenstehen.

Denn der potenzielle Erwerber kann im Rahmen einer Due Diligence eine Vielzahl an wettbewerblich sensiblen Informationen erlangen, also Informationen, die Rückschlüsse über das gegenwärtige oder zukünftige Marktverhalten des Wettbewerbers oder über dessen Strategien zulassen (zB Informationen zu Konditionen, Preisen und Absatzmengen). Als sensible Informationen sind insbesondere Angaben zur Strategie, Daten zu Lieferanten und Kunden, sonstige Informationen zur Kostenstruktur sowie die Kalkulationsgrundlagen von Einkaufs- und Verkaufspreisen anzusehen.¹⁶¹ Den Austausch derartiger wettbewerblich sensibler Informationen kann demnach zu einer Wettbewerbsbeschränkung führen. Insoweit ist ausreichend, falls die Koordination der beteiligten Unternehmen eine solche Wettbewerbsbeschränkung bezweckt.¹⁶² Wenn ein solcher Verstoß vorliegt, sind getroffene Vereinbarungen **nichtig, Art. 101 Abs. 2 AEUV bzw. § 134 BGB**. Allerdings macht die hM in der Literatur eine grundsätzliche **Ausnahme vom Kartellverbot** für den Fall, dass die **Due Diligence marktüblich** ist, in erforderlichem Umfang durchgeführt wird und die Verhältnismäßigkeit gewahrt wird.¹⁶³ Die **Verhältnismäßigkeit** dürfte ohnedies nur dann gewahrt sein, wenn lediglich solche Informationen offengelegt werden, welche für die Kaufentscheidung des Erwerbers relevant sind.¹⁶⁴ Daneben muss für den Grad der Offenlegung auch die jeweilige Phase der Transaktion beachtet werden. Insoweit kommt vor allem das **Prinzip der stufenweisen Offenlegung** und des Schwärzens von Informationen in Betracht. Je weiter die Kaufvertragsverhandlungen andauern, desto mehr dürfte der Kaufinteressent die Gewähr dafür bieten, die Information auch geheim zu halten.¹⁶⁵ In jedem Fall ist gerade bei kartellrechtlichen Situationen der Abschluss von **Non-disclosure-Agreements** (Vertraulichkeitsvereinbarung) **zwingend** erforderlich. In einer solchen Vereinbarung ist es möglich, den Einsatz von **Clean Teams**, welche aus Beratern des Käufers und solchen Mitarbeitern des Käufers bestehen, die nicht operativ tätig sind oder jedenfalls für die Dauer der Transaktion vom operativen Geschäftsbetrieb ausgenommen sind.¹⁶⁶ In der Regel werden diese Informationen in einem separaten Datenraum (**Red Data Room**) vorrätig gehalten. In einer solchen Vereinbarung muss geregelt werden, dass bei einem Scheitern der Transaktion diese Mitarbeiter ihre operative Tätigkeit für eine gewisse Zeit nicht wieder aufnehmen (Garden Leave).¹⁶⁷ Auch dürfen **Erkenntnisse des Clean Teams** aus der Due Diligence **an operativ tätige Personen** in Käuferunternehmen **nicht** oder nur in aggregierter Form **weitergegeben werden**. Insoweit wird gerade ein kartellrechtlich unzulässiger Austausch von Informationen durch die Ergebnisse einer Due Diligence verhindert.¹⁶⁸ Möglich ist auch die Schaffung einer kartellrechtlichen **Clearing-Stelle**. Dort prüft ein beteiligter Kartellrechtsanwalt Dokumente auf ihre kartellrechtliche Relevanz und sorgt dafür, dass wettbewerblich sensible Informationen an den Erwerber nicht oder nur in hinreichend aggregierter oder anonymisierter Form weitergegeben werden.¹⁶⁹

e) **Insiderrechtliche Grenzen.** Naturgemäß erhält der Erwerber im Rahmen einer Due Diligence-Prüfung vertiefte Einblicke in die Unternehmensinterna des Zielunternehmens. Bei Transaktionen mit Kapitalmarktbezug stellt der Kapitalmarkt Anforderungen an die Durch-

¹⁶⁰ Bechtold/Bosch GWB § 1 Rn. 49; MüKoWettbR/Wagner-von Papp AEUV Art. 101 Rn. 300.

¹⁶¹ BeckM&A-HdB/Meurer § 9 Rn. 51.

¹⁶² Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (174); MüKoWettbR/Säcker GWB § 1 Rn. 12.

¹⁶³ Ebenso → § 18 Rn. 121 ff.; MüKoWettbR/Wessely FKVO Art. 7 Rn. 81 f.

¹⁶⁴ → § 18 Rn. 128.

¹⁶⁵ Hauschka/Moosmayer/Lösler Corporate Compliance/Liese/Theusinger § 27 Rn. 44 (49); Hettler/Stratz/Hörtnagl Unternehmenskauf/Hörtnagl/Zwirner § 2 Rn. 74.

¹⁶⁶ Hölter Unternehmenskauf/HdB/Weber Rn. 9.86; Hauschka/Moosmayer/Lösler Corporate Compliance/Liese/Theusinger § 27 Rn. 45; MüKoWettbR/Mäger GWB § 41 Rn. 29; Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (174).

¹⁶⁷ MüKoWettbR/Mäger GWB § 41 Rn. 29; Holzapfel/Pöllath/Bergjan/Engelhardt Unternehmenskauf/Greitemann/Funk Rn. 1721.

¹⁶⁸ Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (174).

¹⁶⁹ Schumacher NZKart 2017, 11 (14); Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (174).

führung einer Due Diligence. Zum früheren Recht war streitig, ob Due Diligence-Prüfungen durch noch in Vorbereitung von Übernahmeangeboten zulässig waren oder eine unbeschränkte Zulässigkeit gegeben war, da es an einem Ursachenzusammenhang zwischen einer Kenntnis von Insider-Informationen und dem Erwerbentschluss fehle.¹⁷⁰ Relevant sind nunmehr die Regelungen der **EU-Marktmissbrauchsverordnung (MAR)** und die dortigen Regelungen über Insider-Informationen. Damit kommt eine Anwendung vor allem dann in Betracht, wenn das Zielunternehmen börsennotiert ist, Art. 2 Abs. 1 lit. a MAR, Art. 4 Nr. 15 iVm Anhang I C (1) der Richtlinie 2014/65/EU.¹⁷¹ Die Regelungen sind aber auch dann anwendbar, wenn eine GmbH Schuldtitel emittiert hat oder Anteile an einer börsennotierten Tochtergesellschaft hält.

51 Art. 14 lit. a und c MAR statuiert ein **Verbot von Insidergeschäften** sowie die unrechtmäßige Offenlegung von Insider-Informationen. Diese stellen gemäß Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR nicht öffentlich bekannte präzise Informationen dar, welche direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder eine oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Ein Insidergeschäft liegt gemäß Art. 8 Abs. 1 MAR vor, wenn eine Person über Insider-Informationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert. In erster Linie werden damit **potentielle Erwerber der Zielgesellschaft** angesprochen, die im Rahmen einer Due Diligence Insider-Informationen sich verschaffen können, die mitbestimmend für deren Kaufentscheidung sein könnten. Aber auch die **Transaktion begleitende M & A-Berater**, also auch Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte, unterfallen dem Insiderhandelsverbot, Art. 8 Abs. 2, Abs. 4 lit. c MAR iVm Art. 14 lit. b MAR.¹⁷² Gemäß Art. 10 Abs. 1 MAR liegt eine unrechtmäßige Offenlegung von Insider-Informationen vor, wenn eine Person, die über Insider-Informationen verfügt, diese Informationen ggü. einer anderen Person offenlegt, es sei denn, die Offenlegung geschieht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben. Diese Vorschrift wendet sich vornehmlich an die Zielgesellschaft, die im Rahmen einer Due Diligence Informationen offenlegen muss. Daher handelt es sich wohl in aller Regel bei den Informationen, die sich ein Erwerber von dem Zielunternehmen hinsichtlich seiner rechtlichen, finanziellen und wirtschaftlichen Lage machen möchte, um Insider-Informationen.¹⁷³ Diese sind grundsätzlich nach Art. 17 Abs. 1 MAR vom Emittenten, also der Zielgesellschaft, so bald wie möglich öffentlich bekanntzumachen. Dies betrifft insbesondere nicht öffentlich bekannte kursrelevante Angaben, deren öffentliche Offenlegung die Zielgesellschaft in eigener Verantwortung gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR aufgeschoben hat.¹⁷⁴

52 Teilweise wird daher jedes Handeln im Besitz einer Insider-Informationen als unzulässig angesehen, was die Unzulässigkeit der Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung zur Folge hätte.¹⁷⁵ Begründet wird dies mit den Ausnahmebeständen der Erwägung (31) und (30) S. 5 der Marktmissbrauchsverordnung (MAR). Danach findet das Insiderverbot keine Anwendung auf Geschäfte, die getätigt werden, um einer fällig gewordenen Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten nachzukommen, wenn diese Verpflichtung auf einer Vereinbarung beruht, die geschlossen wurde, bevor die betreffende Person die Insider-Information erhalten hat. Nach Erwägung (30) S. 5 ist der Zugang zu Insider-Informationen und deren Verwendung bei einem öffentlichen Übernahmeangebot mit

¹⁷⁰ Siehe zum früheren Recht die Voraufgabe, BeckMdHdB Due Diligence/Beisel, 3. Aufl. 2017, § 7 Rn. 19 ff.

¹⁷¹ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rats vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.

¹⁷² Schwark/Zimmer/Kumpan/Schmidt MAR Art. 8 Rn. 24; Hensel/Dörstling DStR 2021, 170 (175).

¹⁷³ Klöhn/Klöhn MAR Art. 8 Rn. 165.

¹⁷⁴ Bühren NZG 2017, 1172.

¹⁷⁵ Ziemons NZG 2004, 537 (539); Herbold S. 118 ff.; in diese Richtung tendierend Bussian, Due Diligence, S. 170; vgl. auch Spindler NJW 2004, 3449 (3451) und Borsch DB 2005, 2175 (2176).

dem Ziel eines Kontrollerwerbes oder Zusammenschlusses vom Insiderverbot ausgenommen. Da diese Regeln Ausnahmecharakter haben, wird von der dortigen Ansicht gefolgert, dass der bloße Handel im Besitze einer Insider-Information verboten sein müsste. Allerdings ist nach Erwägung (30) S. 5 der **Kontrollerwerb** nach dem WpÜG kein solches Insidergeschäft. Weiter wird von Teilen der Literatur auch die Entscheidung des EuGH an der Sache Grøngard/Bang vs. den Staat Dänemark¹⁷⁶ angeführt, wo der EuGH festgestellt hat, dass die Weitergabe einer Insider-Information dann zulässig ist, wenn ein enger Zusammenhang zwischen der Weitergabe und der Ausübung der Arbeit, des Berufes oder der Erfüllung der Aufgaben der betreffenden Person besteht und die Weitergabe für die Ausübung dieser Arbeit, dieses Berufs oder der Erfüllung dieser Aufgaben unerlässlich sei. Daraus wird gefolgert, dass eine Weitergabe von Insider-Informationen nur dann als befugt angesehen werden kann, wenn die Interessenabwägung zu dem Ergebnis kommt, dass die Informationsweitergabe unerlässlich sei. Dies sei höchstens bei einer Gestattung einer Due Diligence bei Paket- und Kontrollerwerben anzunehmen.¹⁷⁷ Teilweise wird allerdings auch eine Ausnahme für den außerbörslichen Paketerwerb abgelehnt.¹⁷⁸ Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistung (BaFin) hat sich zur Frage der Zulässigkeit einer Due Diligence unter Insiderrechtlichen Gesichtspunkten in ihrem Emittentenleitfaden¹⁷⁹ nicht explizit geäußert, allerdings lässt die Formulierung der BaFin, dass bei einer Durchführung einer Due Diligence geprüft werden „sollte“, ob eine Insiderinformation in Form eines insiderrechtlich relevanten Zwischenschrittes eingetreten sein könnte, die Vermutung zu, dass die BaFin hier die Überschreitung insiderrechtlichen Grenzen annimmt.

Gegen diese Ansicht spricht jedoch bereits der bloße Wortlaut der Erwägung (31) S. 1, wonach nicht der reine Besitz von Insider-Informationen, sondern lediglich die „Nutzung“ derselben unzulässig ist. Nach Art. 2 Abs. 1, 8c der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) sollen die Mitgliedsstaaten den Personen, die über eine Insider-Information verfügen, **untersagen**, unter **Nutzung** derselben Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern. Die gleichen Voraussetzungen besitzen Art. 14 lit. c, Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR. Daher muss das Tätigen Insidergeschäften is einer „Nutzung“, dh is eines Kausalzusammenhangs zwischen der Insider-Information und dem Handel Insiderpapieren, verstanden werden. Mithin ist ein **Kausalitätserfordernis** zwischen der **Kenntnis der Insider-Information** und dem **Handel mit Insiderpapieren** notwendig. Der Erwerbsinteressent hat die grundsätzliche Kaufabsicht aber bereits vor Beginn der Due Diligence gefasst, wenn auch unter dem Vorbehalt abschlusshindernder oder kaufpreismindernder Erkenntnisse aus der Due Diligence.¹⁸⁰ Durch Erwerbsgeschäfte, die nachweislich auch ohne das entsprechende Insiderwissen vorgenommen worden wären, wird kein Insiderwissen ausgenutzt oder „verwendet“, weil es am für die tatbestandliche Verwendung erforderlichen **Ursachenzusammenhang zwischen einer Kenntnis von Insider-Informationen und dem Erwerbentschluss** fehlt.¹⁸¹ Mit Art. 14 lit. a und c, Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR ist ggü. der früheren Fassung des WpHG lediglich die Voraussetzung einer subjektiven Zwecksetzung entfallen, die Kenntniserlangung jedoch von der Insider-Information muss weiterhin kausal für die Erwerbentscheidung geworden und in diese eingeflossen sein.¹⁸² Dagegen spricht auch nicht, dass die Erwägung (30) S. 4 MAR, der zufolge die Erfüllung einer vor Erhalt der Insider-Informationen eingegangenen Verpflichtung zum Erwerb oder Veräußerung von Insiderpapieren kein Insidergeschäft darstellt, überflüssig wäre.¹⁸³ Die Regelung ist lediglich eine „Klarstellung“ dahin gehend, dass eine Partei keiner Pflicht zum Transaktionsabbruch unterliegt, wenn sie nach Abschluss einer

¹⁷⁶ EuGH 22.11.2005 – C-384/02, NJW 2006, 133.

¹⁷⁷ Launhard S. 132 ff.

¹⁷⁸ Schulte S. 102 ff.; ebenso Ellenberger/Bunte BankR-HdB/Hopt/Kumpan § 86 Rn. 100.

¹⁷⁹ Modul C, I.2.1.5.6, S. 19.

¹⁸⁰ Hemeling ZHR 169 (2005), 274 (285); Hopt ZHR 186 (2022), 7 (32).

¹⁸¹ Beisel/Klumpff Unternehmenskauf/Beisel § 2 Rn. 17; Stoffels ZHR 165 (2001), 380 f.; Widder BB 2010, 516; Schulz ZIP 2010, 610; Hasselbach NZG 2004, 1091; Kogler S. 437; aA KK-WpHG/Klöhn § 14 Rn. 160 ff.

¹⁸² Assmann/U. H. Schneider/Mülbert WpHG/Assmann Art. 8 VO Nr. 596/2014 Rz. 59; Kerger S. 438.

¹⁸³ So aber Ziemons NZG 2004, 537 (540).

schuldrechtlichen Vereinbarung in den Besitz von Insider-Informationen gelangt.¹⁸⁴ Unrichtig ist zudem die Überlegung, dass grundsätzlich jede Insider-Information in einen Handel mit Insiderpapieren einfließt.¹⁸⁵ Die grundsätzliche Kaufentscheidung wird in aller Regel getroffen, ehe die Due Diligence begonnen wird. Zudem würde, folgt man dieser Ansicht, dies zu einer Beweislastumkehr im Rahmen des strafbewährten Insiderhandelsverbots (§ 119 Abs. 3 Nr. 1 bzw. Nr. 3 WpHG) führen, denn im Zweifel wäre dann immer ein Einfließen der Information in das Handeln anzunehmen. Aufgrund des fehlenden Kausalzusammenhangs zwischen der Insider-Information und dem Handel mit Insiderpapieren liegt in der Zulassung einer Due Diligence **kein Verstoß** gemäß Art. 14 lit. c, Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR vor.¹⁸⁶

- 54 Eine andere Ansicht sieht die Weitergabe von Insider-Informationen im Rahmen einer Due Diligence hingegen als **befugt** an.¹⁸⁷ Dies wird damit begründet, dass die Analyse der Insiderinformation für die Bewertung des Zielunternehmens und die Festlegung eines Preises unerlässlich ist. Auf eine darüberhinausgehende Abwägung zwischen den Marktinteressen an der Geheimhaltung der Insiderinformation und den Interessen des Marktes an dem Zustandekommen der Transaktion kommt es nach dieser Ansicht nicht an, was sich wiederum aus Art. 10 iVm Erwägungsgrund (30) der MAR ergibt. Auch diese Ansicht ist zutreffend. Hat sich die Zielgesellschaft ermessensfehlerfrei entschlossen, einem bestimmten Übernahmeinteressenten bestimmte Informationen über die Zielgesellschaft mitzuteilen oder zugänglich zu machen, erfolgt die Offenlegung nicht „unbefugt“ iSd Art. 14 lit. a und c, Art. 8 Abs. 1 S. 1, 10 Abs. 1 UAbs. 1 MAR, soweit dies im normalen Rahmen der Ausübung des Berufs- oder der Erfüllung der Aufgaben des Vorstands der Zielgesellschaft geschieht.¹⁸⁸ Die Zulassung einer Due Diligence durch den Vorstand einer Zielgesellschaft ist daher schon per se kein Verstoß gegen Art. 14 MAR, zudem erfolgt diese Zulassung nicht „unbefugt“. Ferner liegt demnach weder ein Verstoß gegen einen Insiderhandel noch eine Verletzung der in § 404 AktG strafbewährter Geheimhaltungspflicht der Vorstandsmitglieder¹⁸⁹ vor. Andererseits kann ein Kontrollerwerber dem Insiderhandelsverbot Art. 14 lit. a, Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR unterfallen, wenn er im Rahmen einer Due Diligence **Kenntnis** von einer (positiven) Insidertatsache über die Zielgesellschaft erhalten hat. Hier muss entweder der Erwerber den Angebotspreis entsprechend erhöhen auf den Preis, der dem Wert der Aktien entspricht, wenn die relevanten Informationen öffentlich bekannt gewesen wären, oder die Zielgesellschaft die Insidertatsache im Wege der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR veröffentlichen.¹⁹⁰ Daher ist eine **Mitteilung von Insiderinformationen seitens des Vorstands** der Zielgesellschaft ggü. Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern, M&A-Dienstleistern oder sonstigen externen Beratern und eigenen Mitarbeitern, die unmittelbar im Unternehmensinteresse zur Organisation, Vorbereitung bzw. Begleitung einer Due-Diligence-Prüfung tätig werden und so bestimmungsgemäß Kenntnis von der Insiderinformation erlangen, die sie zur sachgemäßen Wahrnehmung ihrer Aufgaben benötigen, und die durch die Informationsweitergabe ihrerseits zu Primärinsidern nach Art. 8 Abs. 4 MAR werden und damit den strafbewährten Insiderverboten des Art. 14 lit. a, Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR unterliegen, im Rahmen einer kaufvorbereitenden Due-Diligence-Prüfung zulässig und damit **befugt**.¹⁹¹ Ein besonderes Unternehmensinteresse liegt regelmäßig bei der Veräußerung der Mehrheitsbeteiligungen vor, da die zutreffende Unterrichtung eines künftigen Mehrheitsgesellschafters und damit eine erfolgsversprechende Transaktion, dann, wenn sich die Zielge-

¹⁸⁴ So auch Fromm-Russenschuck/Banerjea BB 2004, 2425 (2427); Berens/Brauner/Knauer/Strauch Due Diligence/Fleischer/Körber S. 195 ff. (199); Klie, Die Zulässigkeit einer Due Diligence, S. 160 f.; Hörmann, Die Due Diligence beim Unternehmenskauf, S. 154; unklar Kemnitz Due Diligence S. 59 f.

¹⁸⁵ So Diekmann/Sustmann NZG 2004, 929 (931).

¹⁸⁶ Zur Ad-hoc-Publizität → § 3 Rn. 31 ff.

¹⁸⁷ Knott Unternehmenskauf/Labuda Rn. 129 mwN.

¹⁸⁸ Kerger S. 395, 419; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG Art. 10 VO Nr. 596/2014 Rz. 56; Assmann AG 1997, 50 (56).

¹⁸⁹ Mertens AG 1997, 541 (546 f.); Kiethe NZG 1999, 976 (980 f.); Körber NZG 2002, 263 (270); Fleischer ZIP 2002, 651 (652); Traugott BB 2001, 2277 (2281); Linker/Zinger NZG 2002, 497 (500).

¹⁹⁰ Hierzu näher Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rz. 219.

¹⁹¹ Kerger S. 412.