

Due Diligence — Instrument zur Risikobegrenzung von Unternehmensakquisitionen

von Prof. Dr. Volkmar Botta, Jena

I. Einführung

Auch zum Ende des Jahrtausends ändert sich die Wirtschaft mit weiter steigender Geschwindigkeit; weitere Handelsbarrieren fallen; Märkte wachsen zusammen und werden größer. Logistik und Transportmittel unterstützen den weltweiten Warenhandel, und die moderne Kommunikationstechnologie beschleunigt den weltweiten Informationsaustausch. Nahezu alle Unternehmen jeder Branche werden dadurch einem **weitreichenderen und intensiveren globalen Wettbewerbsdruck** unterworfen.

Zahlreiche und sogar namhafte Manager möchten den daraus resultierenden Herausforderungen durch beschleunigtes Wachstum begegnen. Dies ist innerhalb überschaubarer Zeithorizonte mit eigenen Ressourcen jedoch oft nicht zu realisieren. Daher sind Ausweichmöglichkeiten wie **Kooperationen**, Netzwerke, strategische Allianzen, die Übernahme geeigneter Teile anderer Unternehmen, die **Übernahme ganzer Unternehmen** oder sogar der Erwerb kompletter Unternehmensgruppen in Betracht zu ziehen. Primär sollen dadurch die bestehende Marktposition gefestigt bzw. ausgeweitet und/oder zusätzliche Produktionskapazitäten und Synergien erschlossen werden.

Die Richtigkeit und Zweckmäßigkeit solcher Akquisitionsstrategien wird sich jedoch erst in Zukunft erweisen. Zunächst folgt jeder noch so erfolgreichen finanziellen Transaktion meist die problematischere und spannungsreichere Phase der **operativen Integration verschiedener Unternehmenskulturen**. Und diese Phase avanciert in der Tat oft zu einem entscheidenden Management-Prüfstein.

Neuesten Beobachtungen zufolge ist der **Markt für Unternehmenskäufe und -verkäufe** nicht nur groß, sondern auch lebhaft und er wächst auch weiterhin geradezu spektakulär. Ein wesentlicher Grund hierfür dürfte der **Paradigmenwechsel** vom „Survival of the fittest“ zum „Survival of the biggest“ sein. Dabei werden Parolen wie „big is beautiful“, „Erreichung einer kritischen Mindestgröße“, „Global Players“, „nur wenige Große werden überleben“ zu Leitmaximen unternehmerischen Handelns stilisiert.

Jedoch können derzeit weder Berechtigung noch Richtigkeit solcher Parolen umfassend oder abschließend beurteilt werden. Bemerkenswert ist jedoch, daß **Akquisitionen immer häufiger zu derart überzogenen Preisen** abgewickelt werden, daß die künftigen Erfolge für immer längere Zeiträume antizipiert werden. Deshalb wird immer öfter fraglich, ob die Kapitalgeber an Übernahmen künftig noch profitieren können. Auch bleibt abzuwarten, ob wirklich nur „große“ Unternehmen oder doch wenigstens starke Allianzen aufgrund der Konzentration von Marktmacht das Auftreten neuer, kreativer

Marktteilnehmer verhindern oder ihnen Markt-, Überlebens- und Entwicklungschancen abschneiden können.

Trotz solcher Erwägungen wächst der **Drang zur Konstruktion noch größerer Wirtschaftseinheiten** durch Zukauf und Fusionen. Sofortige Gewinner in mancherlei Hinsicht sind meist die Führungsspitzen der akquirierenden Unternehmen. Grenzen dieses Wachstum generierenden oder beschleunigenden Konzentrationsprozesses sind zumindest derzeit nicht in Sicht. Und die Prognosen des Club of Rome bezüglich Wachstumsgrenzen treffen längst nicht mehr zu.

Gerade deshalb ist angesichts der permanent wechselnden Rahmenbedingungen immer wieder nach der betriebswirtschaftlich, volkswirtschaftlich sowie wirtschaftspolitisch **optimalen Betriebsgröße** zu fragen. Wirtschaftsmacht sollte dabei allerdings nicht zum beherrschenden Leitmotiv werden.

Zahlreiche sowie vielversprechende **Management-Philosophien** wurden bisher konzipiert und zu realisieren versucht. Manche erwiesen sich als falsch, andere haben sich als bedeutungslos erwiesen und gerieten in Vergessenheit. Wenige haben Bestand. An falschen oder schlechten Philosophien und den darauf basierenden Strategien sind viele Manager gescheitert. Belege hierfür finden sich in den Wirtschaftsteilen der Medien.

Unabhängig von der jeweiligen Management-Philosophie steht die Ermittlung des Werts bzw. Preises des zu erwerbenden oder zu verkaufenden Objekts beim Kauf und Verkauf von Unternehmen und Unternehmensteilen oft im Vordergrund der Aufmerksamkeit. Die Komplexität von Unternehmensübernahmen resultiert dennoch weitaus weniger aus der **Preisfindung und Preisverhandlung** als vielmehr aus unternehmerischen, strategischen, finanztechnischen und anderen, die Abwicklung betreffenden Fragestellungen wie insbesondere personellen, ökologischen, politischen, rechtlichen, steuerlichen sowie gravierenden Integrationsproblemen.

Die seitens Käufer und Verkäufer anfangs bestehenden Vorstellungen bezüglich eines dem tatsächlichen Wert des Unternehmens angemessenen Kaufpreises divergieren in der Regel. Um objektive Grundlagen für die Preisfindung zu generieren und neutralen Gutachtern die **Ermittlung zutreffender Schiedswerte** (Arbitriumwerte) zu ermöglichen, haben Theorie und Praxis nicht nur Bewertungsverfahren, sondern bereits **Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung** entwickelt.

Diese Verfahren können jedoch keineswegs befriedigend den „wirklichen“ Wert von Unternehmen bestimmen, sondern geben hierfür lediglich Anhaltspunkte. Um das Risiko des Erwerbs von Unternehmen künftig noch stärker auf ein unvermeidliches Mindestmaß reduzieren zu können, arbeiten Theorie und Praxis an der Weiterentwicklung und Ergänzung des verfügbaren Instrumentariums. Dabei steht, leider etwas einseitig, die Wahrung der Interessen des potentiellen Käufers deutlich im Vordergrund der Betrachtungen.

Einerseits möchte weder der Kaufinteressent die sprichwörtliche „Katze im Sack“ kaufen noch möchte er dafür einen überzogenen Kaufpreis bezahlen, und andererseits möchte kein Verkäufer ein Unternehmen unter Wert veräußern. Als Ausdruck des Ausgleichs der in gewisser Weise konträren Interessenlagen von Käufer und Verkäufer sind bei der Ermittlung eines fairen Kaufpreises auf der Grundlage traditioneller Verfahren der Bewertung möglichst alle **Stärken und Schwächen** des eventuell zu akquirierenden Unternehmens im Vorfeld der Kaufverhandlungen durch ergänzende Analysen auszuloten

und in die Wertung einzubeziehen. Dazu sind vielfältige, umfassende und differenzierte Informationen sowie darauf basierende eingehende Analysen möglichst aller den Wert des Kaufobjekts bestimmenden Einflüsse erforderlich. Über diese Informationen verfügen normalerweise praktisch nur Funktions-träger und Insider in Top-Positionen. Die Bereitschaft zur Bereitstellung solcher Informationen ist jedoch nicht grundsätzlich gegeben, denn ihr Bekanntwerden birgt potentiell vielfältige Risiken. Über Art und Ausmaß solcher Risiken sollte sich der Verkäufer bewußt sein, bevor er Dritten, ggf. gestuft, die erwünschten Einblicke gewährt. Der **Gefahr des potentiellen Mißbrauchs der Vertraulichkeit**, nicht selten sogar brisanter Informationen, ist im Vorfeld durch geeignete Maßnahmen entgegenzuwirken. Dies gilt insbesondere für Fälle, in denen der Interessent gleichzeitig Wettbewerber ist, der die Informationen über Interna des Unternehmens zur Stärkung der eigenen Wettbewerbsposition mißbrauchen könnte statt zur qualifizierten Absicherung der Preisfindung. Jede Due Diligence könnte daher zum Ansatzpunkt für **Wirtschaftsspionage** werden.

Sogar das unbeabsichtigte und leichtfertige Bekanntwerden von Kontakten im Zusammenhang mit Fusions-, Übernahme- oder Veräußerungsabsichten kann unerwünschte Folgen nach sich ziehen. **Kunden** könnten aus Mißtrauen um die künftige Lieferbereitschaft des Unternehmens Aufträge stornieren. **Lieferanten** könnten vorsichtshalber die eingeräumten Kreditlinien kürzen, Kautionen verlangen oder sogar Lieferverträge aufkündigen. Vor allem ist die Gefahr groß, daß gerade die besten **Mitarbeiter** ein Unternehmen wegen der Unsicherheiten verlassen, denen ihr Arbeitsplatz und ihre berufliche Perspektive in solchen Situationen ausgesetzt sind.

Dennoch ist die Ermittlung des angemessenen Objektpreises eigentlich nur ein kleines, wenn auch wichtiges Element des komplexeren Problems einer Unternehmensübernahme. Die bedeutenderen, weil meist auch komplizierteren post merger-Aktivitäten beginnen praktisch erst nach dem Erwerb eines Unternehmens. Dazu gehören die **Abstimmung und Integration von Strukturen und Prozessen** des erworbenen in das akquirierende Unternehmen. Zahlreiche Übernahmen scheitern nicht an der finanziellen Komponente, sondern aufgrund diverser Inkompatibilitäten wie der Verschiedenartigkeit von Unternehmenskultur, Managementphilosophie sowie aufgrund unzulänglicher operativer Abwicklung. Um Schaden und Frust sowohl für Käufer als auch für Verkäufer beim Verhandeln von Unternehmenstransaktionen zu reduzieren, sind **Due Diligences als lobenswerter Ansatz** zu begrüßen.

II. Herkunft, Ziele und Rahmenbedingungen von Due Diligences

1. Herkunft

Der Begriff Due Diligence ist den securities laws des US-amerikanischen **Kapitalmarkt- und Anlegerschutzrechts** entnommen. Sie regeln die Haftung der an der Begebung von und dem Handel mit Wertpapieren beteiligten Personen in einem **Normenkomplex**. Dieser regelt zur Information und zum Schutz von

Anlegern und der Öffentlichkeit u. a. die erstmalige Ausgabe von Effekten, den Umgang mit betrügerischen Handlungen und die Haftung von Personen, die an der Ausgabe der Wertpapiere und der Erstellung von Emissionsprospekten beteiligt sind. Aufgrund dieser Normen haftet der Abschlußprüfer gegenüber den Ersterwerbern öffentlich angebotener Wertpapiere beispielsweise für die aus diesem Wertpapier entstehenden Verluste, sofern die bei der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC eingereichten Registrierangaben wesentliche Falschdarstellungen, irreführende Sachverhalte oder Unterlassungen aufweisen. Und er kann sich dieser **Haftung** nur mittels Gegenbeweis (Due Diligence Defense) und durch den Nachweis entziehen, daß er die Prüfungen mit angemessener Sorgfalt durchgeführt hat (Due Diligence). Deshalb wird unter Due Diligence die **gebührende, angemessene bzw. erforderliche Sorgfalt** verstanden, die ein Beauftragter nachweisen muß, um die gegen ihn erhobenen Vorwürfe wegen fahrlässiger Versäumnisse und Mängel zu entkräften.

Diese Verpflichtung wurde als „**Due Diligence**“-**Prüfung** in die allgemeine Wirtschaftspraxis als Verpflichtung zu sorgfältigster und selbstverständlich auch umfassender Unternehmensanalyse bei Unternehmensakquisitionen übertragen und zu einem Instrument der vorbeugenden Aufdeckung, des Ausschlusses sowie der Begrenzung von Risiken im Geschäftsverkehr weiterentwickelt.

Inhaltlich handelt es sich jedoch lediglich um die Hervorhebung einer an sich selbstverständlichen Verpflichtung jedes Beauftragten, in diesem Fall also insbesondere des Managements von Gesellschaften, der Aufsichts- und Beiräte sowie aller Angehörigen der wirtschafts- und steuerberatenden Berufe, zur **umfassenden, gewissenhaften und sorgfältigen Erledigung** ihrer an sich anspruchsvollen Aufgaben.

Auf Sorgfalt, Gewissenhaftigkeit und Umsicht — das Wesen der Due Diligence-Methode — kommt es bei der umfassenden Analyse und Beurteilung der Voraussetzungen, Tatbestände und Erfolgchancen von Transaktionen wie dem Erwerb von Konzernen, von Konzernteilen, von Unternehmen oder Unternehmensteilen, von Fusionen, dem Eingehen strategischer Allianzen und Kooperationen oder dem Gang an die Börse an. Dies führt zu einem **facettenreichen und vielseitigen Einsatzspektrum** von Due Diligences. Unzureichende Informationsbereitschaft behindert aber nur zu oft die Wahrnehmung dieser Sorgfalt.

Trotzdem besteht Hoffnung, denn einerseits fordern große institutionelle Investoren beim Erwerb ohnehin grundsätzlich umfangreiche, die üblichen Informationsgewohnheiten sprengende Informationen. Andererseits dürfte sich die im **KonTraG** kodifizierte **Verschärfung der Veröffentlichungspflichten** auch für kleine Kapitalgesellschaften und die deutlich erweiterten Haftungsgrundlagen von Aufsichtsräten, die künftig beim Erwerb anderer Unternehmen nicht auf der Durchführung von Due Diligences bestehen, sowie von Vorständen, denen die Durchführung von Due Diligences ohnehin auferlegt ist, sicherlich langfristig positiv auf die Informationskultur und -politik, insbesondere deutscher Unternehmen auswirken und damit die Vorbedingungen für Due Diligences verbessern. Künftig sollte eine **offenere und fairere Informationskultur** sogar die Offenlegung der Ergebnisse der i. d. R. von dem jeweiligen Übernahmeinteressenten durchgeführten oder in Auftrag gegebenen Due Diligence gegenüber der Gegenseite zulassen und das Klima für Verhandlungen entspannen.

2. Ziele

Aus der Sicht eines potentiellen Erwerbers ist es primäres Ziel jeder Due Diligence, die **Chancen und Risiken des Erwerbs** auszuloten. Nach strategischer und operativer Bewertung sollen die bewerteten Risiken als den Verkaufspreis mindernde Argumente in die anstehenden Kaufpreisverhandlungen eingebracht werden. Nach handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellte und unter Nutzung bilanzpolitischer Wahlrechte und Ermessensspielräume aufbereitete **Jahresabschlüsse** sind dafür als einzige Informationsquelle selbstredend **unzureichend**. Insbesondere geben die nach externen Rechnungslegungsvorschriften erstellten Abschlüsse ausschließlich ein aus der Sicht des jeweiligen Erstellers den objektiven Verhältnissen entsprechendes finanzielles Bild der tatsächlichen Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage. Dieses wird zwar um Erläuterungen im Anhang ergänzt, jedoch bleibt eine Vielzahl den Wert des Unternehmens außerdem bestimmender Tatbestände und Einflußgrößen vom Rechnungswesen unberücksichtigt. **Ergänzende Sonderuntersuchungen** sind daher erforderlich, um die gegenwärtige und zukünftige Situation eines Unternehmens und der inhärenten Chancen und Risiken umfassender und damit sicherer einzuschätzen.

Welche **Risikovermeidungs-, Schadensbegrenzungs- und -ausschlußpotentiale** sich damit erschließen lassen, hängt jedoch davon ab, ob die Due Diligence als reine Sachverhaltsanalyse durchgeführt oder ob sie als ein die Akquisition insgesamt begleitender Prozeß angelegt wird. Der erste Ansatz ist nur ein Element des zweiten, umfassenderen Ansatzes der **integrierten Begleitung** aller Schritte **eines Akquisitionsprozesses**. Dieser prozessuale Ansatz umfaßt neben der Identifikation geeignet erscheinender Unternehmen und einer Akquisitionsvorbereitungsphase auch die Kontaktaufnahme mit potentiellen Übernahmekandidaten, die Beschaffung aller für die vertiefenden Analysen notwendigen Informationen, die Bewertung und Synthese der Analyseergebnisse, den Beistand bei der eigentlichen Kaufverhandlung, Vertragsgestaltung sowie der operativen Abwicklung.

3. Rahmenbedingungen für Due Diligences

Due Diligences ergänzen zunehmend die traditionelle Unternehmensbewertung als Grundlage von Kauf- und Verkaufsverhandlungen kompletter Unternehmen oder von Unternehmensteilen. In Deutschland kommen sie zwar noch immer nicht oft genug, aber immer häufiger zur Anwendung. Dies folgt aus Schätzungen, die besagen, daß in Deutschland erst ca. **25 % der zu transferierenden Objekte** einer **Due Diligence-Analyse** unterzogen werden, während sie in angelsächsischen Ländern praktisch bereits jede zweite Transaktion begleiten.

Das könnte im Vergleich zu angelsächsischen Ländern auf mangelndes Verantwortungsbewußtsein oder geringe Professionalität eines Teils der in Deutschland mit der Abwicklung solcher Transaktionen befaßten Personen zurückzuführen und dahingehend auszulegen sein, daß bei deutscher Beteiligung seitens der Erwerber aus Gutgläubigkeit und Risikobereitschaft auf die Durchführung von Due Diligences verzichtet wird, so daß **Transaktionen mit**

deutscher Beteiligung im Durchschnitt mit einem **größeren Risiko** zu scheitern belastet sind als andere. Daraus ließe sich folgern, daß die Vorbereitung und Abwicklung von Kauftransaktionen auf deutscher Seite nicht mit der gebotenen Sorgfalt erfolgen.

Das Vertrauen in den Informationsgehalt deutscher Abschlüsse als zuverlässiger Informationsgrundlage auch für Due Diligences hat infolge eklatanter Unternehmenskrisen in jüngster Vergangenheit erheblichen Schaden genommen. Die **Bedeutung erteilter WP-Testate** ist dabei in die öffentliche Kritik geraten, weil zu bezweifeln ist, daß alle Angehörigen der entsprechenden Berufsgruppe ihre Sorgfaltspflichten erfüllen.

Trotz angestrebter Harmonisierung nationaler Rechnungslegungsvorschriften in den Ländern der Wirtschaftsunion bieten die deutschen Rechnungslegungsvorschriften darüber hinaus größere **Bilanzierungsspielräume** als diejenigen anderer Staaten der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion oder der IAS und US-GAAP. Daraus resultieren divergierende Beurteilungen der tatsächlichen Lage von Unternehmen. Insbesondere beeinträchtigen die vergleichsweise großen **Gestaltungsfreiräume** der deutschen handelsrechtlichen Rechnungslegung die Vergleichbarkeit mit nach anderem Recht erstellten Abschlüssen und somit ihre unmittelbare Verwendbarkeit als Informationsbasis bei der Erstellung aussagekräftiger Due Diligences.

Ergänzend zur traditionellen finanzwirtschaftlichen Unternehmensbewertung und Jahresabschluß- bzw. Bilanzanalyse sind daher ergänzende, eigenständige Analysen unter **Berücksichtigung länderspezifischer Rahmenbedingungen** durchzuführen.

Als eine spezifisch deutsche Rahmenbedingung ist beispielsweise der Tatbestand zu nennen, daß der deutsche handelsrechtliche Abschluß zum einen dem **Gläubigerschutz** dient und deshalb einen zuverlässigen Einblick in die tatsächliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage gewährleisten soll und zum anderen aber auch maßgeblich ist für die **Steuerbemessung** und die **Ermittlung des ausschüttungsfähigen Gewinns**.

Dies begründet nahezu zwangsläufig **Interessenkonflikte**, die negativ auf die Transparenz von Abschlüssen wirken. Deshalb ist die Analyse und Beurteilung der tatsächlichen Finanz-, Vermögens- und Ertragslage von Unternehmen anhand deutscher Jahresabschlüsse im allgemeinen und besonders im Zusammenhang mit Due Diligences aufwendiger und wohl auch langwieriger als die von nach anderen Rechnungslegungsvorschriften erstellten Abschlüssen.

Als weitere wesentliche Rahmenbedingung erschwert die **Vergangenheitsorientierung** der deutschen Bilanzierungspraxis die Beurteilung zukünftiger Chancen und Risiken. Prognosen über Zukunftsaussichten von Unternehmen sind damit kaum zu erstellen. Auch dies erhöht den Durchführungsaufwand für Due Diligences in Deutschland. Gleiches resultiert aus den vergleichsweise vielfach **komplexeren Regelungen des deutschen Verwaltungs-, Steuer- und Vertragsrechts**.

Eine besonders erschwerende Rahmenbedingung ist die in Deutschland traditionell eher **relativ geringe Informationsbereitschaft** insbesondere kleinerer, nicht oder nur bedingt publizitätspflichtiger Unternehmen. Jedoch werden die Offenlegungspflichten durch das KapCoRiLiG verschärft, so daß in Zukunft nachhaltige Verbesserungen dieser Rahmenbedingung zu erhoffen sind.

III. Motive für den Kauf und Verkauf von Unternehmen

Über die wahren Beweggründe des Erwerbs und Verkaufs von Unternehmen läßt sich trefflich spekulieren. Jedoch lassen sich auf beiden Seiten einige Motive klar isolieren. Betrachtet werden zunächst typische **Motive potentieller Verkäufer**. Die Absicht, ein Unternehmen trotz fehlender Nachfolgeregelung über den Tod hinaus zu erhalten, ist ein solches typisches Verkaufsmotiv. Den Entschluß zu verkaufen können Alter, Krankheit, Enttäuschung oder die Erkenntnis auslösen, daß rechtzeitig kein für die Fortführung des Unternehmens geeigneter Nachfolger aufgebaut werden kann. Auch die Neudefinition der Geschäftsphilosophie, die Konzentration auf Kernkompetenzen oder die strategische Neuausrichtung und die Verlagerung der Aktivitäten auf andere Geschäftsfelder können zur Veräußerung von Unternehmen oder Teilen davon führen. Häufig sind aber auch der Ablauf von Schutzrechten, behördliche Auflagen oder finanzielle Motive wie Liquiditäts-, Ertrags- und Kostenprobleme Ursache der Verkaufsabsicht.

Des weiteren provozieren nicht selten das Ausscheiden von für das Geschäft essentiell wichtigen Leistungs- und Know-how-Trägern, Erbaueinandersetzungen oder familiärer Zwist den Entschluß zur Veräußerung des Unternehmens. Beweggrund für den Verkauf kann aber auch eine Nachfrageverschiebung sein, die nunmehr die Abgabe von Leistungen oder den Einsatz von Technologien fordert, in welche die derzeitigen Eigentümer nicht zusätzlich investieren wollen.

Für die zutreffende Beurteilung und Bewertung eines Unternehmens durch potentielle Käufer ist daher die **Kenntnis der wirklichen Verkaufsmotive** von Bedeutung und insbesondere, ob zu vertretende Versäumnisse und Managementfehler die Gründe sind oder ob die Veräußerungsabsicht die Konsequenz einer längerfristig eingeleiteten strategischen Weichenstellung ist, die ohne Not und Eile abgewickelt werden kann oder um das Unternehmen in „gute Hände“ zu legen und seinen Bestand zu sichern. Die Kenntnis der wirklichen Motive und der Hintergründe ermöglicht dem Kaufinteressenten eine zutreffendere Beurteilung der **Angemessenheit der Kaufpreisforderung**.

Auf seiten **potentieller Käufer** lassen sich **vielfältige Begründungen für Akquisitionsbestrebungen** finden. So könnte der Interessent die horizontale, vertikale oder diagonale Ausweitung seiner Aktivitäten betreiben, um seinen Marktanteil und seine Marktmacht entweder auf einer Wertschöpfungsstufe auszubauen, um vor- oder nachgelagerte Stufen der Wertschöpfungskette in seine Aktivitäten zu integrieren oder um das Risiko dieses Geschäftsfeldes durch Diversifikation in andere Geschäftsfelder zu kompensieren und das Unternehmen somit konjunkturunabhängiger zu gestalten.

Weitere relevante Gründe für den Erwerb von Unternehmen sind beispielsweise der Einstieg in bisher selbst nicht bearbeitete Märkte mittels Erwerb darin etablierter Unternehmen und Markennamen, der Erwerb professionell funktionierender Distributionskanäle zur Gewährleistung eines raschen eigenen Markteintritts und einer zügigen Marktdurchdringung, die Internationalisierung von Standorten oder der Zukauf eines das Kerngeschäft ergänzenden wichtigen Dienstleisters, der als Kompetenz- und Profit Center sowohl

Wettbewerber als auch ggf. Unternehmen anderer Branchen mit speziellen Sach- oder Dienstleistungen komplementär versorgt.

Komplementarität ist eine Quelle für das Entstehen von **Synergien**. Die Frage nach solchen stellt sich bei vielen Akquisitionen. Synergien ergeben sich keinesfalls durch den bloßen Erwerb von Unternehmen, sondern beruhen ganz wesentlich auf den Human Resources des zu akquirierenden Unternehmens, aus ihrem Know-how, ihrer Art und ihren Kontakten zu Kunden und Lieferanten. Ihre Integration kann jedoch extreme Probleme bereiten. Beabsichtigt ein potentieller Erwerber also die Fortführung des zur Disposition stehenden Objekts, so werden der **Verbleib der bisherigen Know-how-Träger** im Unternehmen als auch der **Fortbestand der etablierten Geschäftsverbindungen** zu wesentlichen Bestimmungselementen seines Werts.

Nicht selten möchte aber der Kaufinteressent das Unternehmen gar nicht selbst weiterführen, sondern lediglich in vermarktbarere Teileinheiten aufspalten, um aus dem baldigen Verkauf der für andere Investoren interessanten Teileinheiten für sich selbst einen größeren Nutzen herauszuschlagen. Dann rücken Fragen der zweckmäßigen Gestaltung von **Betriebsaufspaltungen** in das Blickfeld der Aufmerksamkeit.

IV. Der Markt für mergers & acquisitions

Verständlicherweise haben sich zahlreiche **Unternehmensberatungen** auf das Aufspüren sog. Übernahmekandidaten sowie auf die Suche daran Interessierter, die Kontaktanbahnung und verschiedene Angebote zur Begleitung solcher Transaktionen spezialisiert. Mehr als 2 000 deutsche Unternehmen waren 1998 als Käufer und/oder Verkäufer an Unternehmenstransaktionen beteiligt. Der Wert **grenzüberschreitender Übernahmen mit Mehrheitswechsel** wurde per Ende 1998 auf über 300 Mrd DM beziffert. Dies entspricht einem Wachstum von über 100 % im Vergleich zu 1997.

Da vermutlich bei mehr als einem Drittel aller Übernahmen jedoch Stillschweigen bezüglich der Transaktionswerte vereinbart ist, dürfte das tatsächliche Transaktionsvolumen diesen Betrag deutlich übersteigen. Es wird geschätzt, daß die veräußerten Unternehmen ein **Umsatzvolumen von über 1 Billion DM** repräsentieren. Das entspricht beispielsweise rund dem achtfachen des konsolidierten Umsatzes der Volkswagen-Gruppe in 1998.

Bei den Transaktionen spielen jedoch weder in der Vergangenheit noch derzeit die international beachteten Mega-Fusionen wie zwischen Daimler und Chrysler die dominante Rolle, sondern eher **viele kleine und mittlere Fusionen** zwischen vorwiegend weniger bekannten Unternehmen beliebiger Größe und verschiedener Branchen, allen voran jedoch Unternehmen der Lebensmittelindustrie, des Maschinenbaus und der Bauindustrie.

Bemerkenswert ist auch der Anteil sog. **gleichberechtigter Fusionen börsennotierter Unternehmen**, die zunehmend liquiditätsschonend mittels Aktientausch abgewickelt werden, um die Liquidität für weitere Akquisitionen zu schonen. Ähnlich stellt sich die Situation auch in den Ländern der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion dar. Hier belief sich das Volumen aller Transaktionen im Jahr 1998 auf wohl mehr als 500 Mrd DM. Dies entspricht ca. 10 % des weltweiten Transaktionsvolumens.

In Deutschland werden in den nächsten Jahren vor allem zwecks **Nachfolgeregelung** tausende Eigentümer-Unternehmer ihre Unternehmen durch Über-

gabe regeln müssen. Deshalb ist weiterhin mit einer erheblichen Zahl zu verkaufender bzw. zu erwerbender Unternehmen zu rechnen. Als größter Einzelmarkt in der europäischen Währungs- und Wirtschaftsunion könnte Deutschland daher im Hinblick auf künftige Unternehmenstransaktionen eine Schlüsselrolle spielen für den Einstieg außereuropäischer Unternehmen in diese weltweit bedeutende Wirtschaftsregion.

Ein Ende der **Transaktionswelle** ist also weder in Deutschland noch in den anderen Mitgliedsstaaten der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion absehbar. Marktkenner prognostizieren daher mittelfristig für Deutschland das weitaus bedeutendste Potential für mergers and acquisitions in Europa.

Jedoch ist der Markt für Unternehmenskäufe und -verkäufe trotz des gewaltigen Transaktionsvolumens aus mancherlei Gründen noch längst nicht hinreichend transparent. Aufgrund dieser **Intransparenz** dürfte wohl auch nicht jeder Kauf die volkswirtschaftlich jeweils günstigste Allokation von Ressourcen herbeiführen und kaum die erhofften Synergien erschließen. Dennoch läßt sich diesem Mangel auch ein positiver Aspekt abgewinnen: Die Intransparenz korrespondiert mit den berechtigten Schutzbedürfnissen potentieller Übernahmekandidaten.

V. Die Bedeutung von Due Diligence beim Kauf von Unternehmen

Die Abgabe eines Kaufpreisgebots seitens eines Kaufinteressenten, die Andeutung einer Verkaufspreisvorstellung eines einem Verkauf nicht grundsätzlich abgeneigten Eigentümers oder die Offerte eines Maklers können Anlaß von Transaktionsverhandlungen sein. Zwecks Rechtfertigung bzw. Durchsetzung sowie zum Bestreiten der Angemessenheit eines Gebots oder einer Preisforderung bedarf es geeigneter Argumente. Diese sollen Due Diligence-Analysen erarbeiten. Der Interessent benutzt sie zur **Verbesserung seiner Position im Verhandlungspoker** zur Begründung der Unangemessenheit der Kaufpreisforderung, und der Verkäufer möchte sich auf sie stützen, um die **Werthaltigkeit seiner Preisvorstellungen** zu erhärten. Zum Beibringen entsprechender Argumente sind die traditionellen Methoden der Unternehmensbewertung wie die Ertragswertmethode, die Substanzwertmethode, das Stuttgarter Verfahren, die Kapitalwertmethode oder Multiplikatormethoden allein unzureichend.

Deshalb wird sich der Due Diligence-Prüfung bedient, die mittels sorgsamer und umfassender Recherche, Analyse und Bewertung aller bei der **Ermittlung des tatsächlichen Werts** von Unternehmen relevanten Einflußgrößen beide Seiten, also sowohl Verkäufer als auch Käufer, vor Fehlinvestitionen bewahren kann.

Dennoch garantieren weder die offene und umfassende Bereitstellung aller für die Due Diligence angeforderten und bereitgestellten Informationen noch die anschließende sorgsame Berücksichtigung der bei einer Due Diligence erkannten Tatbestände, daß wirklich alle Risiken erkannt wurden und die entdeckten abschließend zutreffend beurteilt werden. Stets bleiben zumindest **gewisse Restrisiken** bestehen. Deshalb ist es dringend angeraten, den daraus

ggf. resultierenden Konsequenzen vorzubeugen. Dazu empfiehlt sich die Aufnahme von **Gewährleistungsregelungen** bezüglich derjenigen Aspekte eines Geschäfts in den Kaufvertrag, die nicht im Rahmen einer Due Diligence abklärbar waren bzw. nicht durch eine Due Diligence abgeklärt wurden. Hierfür sollte der Verkäufer die Haftung übernehmen. Diesbezügliche vertragliche Formulierungen sollten jedoch möglichst einfach und verständlich gehalten werden.

VI. Deal Breakers

Gründe, die wegen ihrer potentiellen Auswirkungen als schwerwiegend zu bezeichnen sind und zum **Abbruch der Kaufverhandlungen** führen, können auf beiden Seiten der Kontrahenten liegen; sie werden Deal Breakers genannt. **Beispiele** dafür sind die Feststellung eines übermäßigen Gewerkschaftseinflusses, das Aufdecken größerer schwebender Geschäfte oder Prozesse mit ungewissem Ausgang im Hinblick auf Haftpflicht-, Garantie-, Patent- und Gebrauchsmusterschutzrisiken oder Steuer- und Umweltrisiken.

Ebenso können zu geringe Renditen, zu lange Rückfluß dauern des zu investierenden Kaufpreises, die dem Käufer zugemuteten Zahlungsbedingungen, die Finanzierbarkeit und Integrierbarkeit des zu erwerbenden Objekts wie auch die Erkenntnis, daß das für die Integration des Unternehmens erforderliche Managementpotential fehlt, zu Deal Breakern werden. Speziell zur Identifikation bzw. zum **Ausschluß solcher Risiken** dienen die verschiedenen Due-Diligence-Analysen, die nachfolgend skizziert werden.

VII. Untersuchungsfelder von Due Diligences

Due Diligences werden nach dem jeweiligen Zweck bzw. Zielfeld benannt, auf das sie gerichtet sind. Dabei ist zu bedenken, daß die verschiedenen **einzelzweckorientierten Untersuchungen** zwar zunächst voneinander unabhängig durchgeführt werden, aber nicht voneinander losgelöst begutachtet und gewertet werden sollten, weil sie durch das Geschehen im Unternehmen vielfach miteinander verwoben sind. Zumindest in Randbereichen tangieren oder überlappen sich daher auch Erkenntnisse bzw. Aussagen und sind **auf Übereinstimmung zu prüfen**.

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit werden nachfolgend beispielhaft die strategische, die markt- und wettbewerbsorientierte, die finanzielle sowie die steuerliche und rechtliche Due Diligence skizziert, um wenigstens Einblicke in den Untersuchungsumfang und die Probleme ausgewählter Untersuchungsfelder zu geben.

Die **Überprüfung der strategischen Ausrichtung** eines Übernahmekandidaten auf Kompatibilität mit den Strategien des potentiellen Erwerbers sowie der von der Übernahme betroffenen Unternehmen ist Aufgabe der strategischen Due Diligence. Dabei sollten die Zukunftsträchtigkeit der Geschäftsfelder, die Angemessenheit und Bedeutung der Zielgruppen, die finanziellen Erfordernisse und Entwicklungsaussichten sowie die Tragfähigkeit von Vereinbarungen über Kooperationen mit anderen Unternehmen unter strategischen Gesichtspunkten überprüft und gewürdigt werden. Zur Beurteilung der Zukunftsträchtigkeit von Strategien sind außer betrieblichen Informationen beispielsweise **makroökonomische Daten** zur Konjunktur- und Einkommensentwicklung, zur Entwicklung der Bevölkerung und von Sparraten heranzuziehen wie auch Trendanalysen der spezifischen Branche.

Die **markt- und wettbewerbsorientierte Due Diligence** ergänzt diese Untersuchungen mittels Bearbeitung von Fragestellungen, welche auf das Aufspüren der strategischen Erfolgsfaktoren, auf das Erzielen von Synergien im Hinblick auf die Absicherung und Verbesserung der Marktposition des akquirierenden Unternehmens, die Bereinigung der komplementären oder auch konkurrierenden Angebote sowie auf die Verbreiterung von Know-how für alle betrieblichen Funktionsbereiche abstellen. Alle Geschäftsprozesse sind bezüglich Stärken und Schwächen mit denen des übernehmenden Unternehmens und dem „State of the Art“ zu evaluieren. Außerdem sind die Vermarktungsmöglichkeiten angemeldeter Patente zu prüfen, Standortfaktoren verschiedener Betriebsstätten zu analysieren und zu vergleichen, die Entwicklung des Produktportfolios, der Lebenszyklen wichtiger Produkte, von Umsätzen, Deckungsbeiträgen, Kostenstrukturen sowie der Auftragseingänge und des Stands der Entwicklung von Nachfolgeprodukten zu untersuchen bzw. zu prognostizieren. In diesem Kontext erhält die **Beurteilung des Managements** besondere Bedeutung. Dabei sind neben dem Werdegang insbesondere persönliche Eignung, persönliche Akzeptanz, Führungsstil und Entwicklungsperspektiven zu beurteilen.

Die **finanzielle Due Diligence** soll die Einblicke in die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage der Gesellschaft vertiefen. Deshalb darf sie sich keineswegs in der Begutachtung der Einhaltung von Vorschriften wie der Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung sowie der Kontinuität von Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätzen oder der Zuverlässigkeit interner Methoden und Verfahren erschöpfen. Vielmehr soll sie die Wertansätze aller Vermögensgegenstände und Schulden und insbesondere die Werthaltigkeit von Beständen, Forderungen und Verbindlichkeiten und deren Altersstruktur überprüfen, um die **finanzielle Substanz des Unternehmens** sicherer beurteilen zu können.

Dazu ist außer extern zugänglichem Informationsmaterial die Einsichtnahme in interne Planungs-, Kalkulations- und Kontrollunterlagen wie Segmentanalysen, Kapitalflußrechnungen, Management letters der WP sowie in Revisions- und Erläuterungsberichte erforderlich. Von besonderem Interesse sind dabei auch die Entwicklung von Auftragseingängen, der Bestand an Aufträgen, das Alter von Forderungen und Beständen, letztere differenziert nach Halb- und Fertigfabrikaten.

Steuerliche Due Diligences sollen Altlasten oder ggf. Rückforderungen aufdecken, die als Chancen auf den Erwerber übergehen könnten oder die er als Risiken lieber vermeiden sollte. Solche Risiken können sich prinzipiell bezüglich jeder Steuerart ergeben. Sie lassen sich ggf. aus dem Schriftverkehr des Unternehmens, seiner Rechts- und Steuerberater mit dem Fiskus bezüglich aller Steuerarten sowie aus Steuerprüfberichten entnehmen oder sie ergeben sich aufgrund von Bilanzpolitik sowie vGA. Zu befürchtende Risiken könnten jedoch infolge von Fristablauf oder aufgrund abgeschlossener Prüfungen gegenstandslos sein. Daher ist auch die Lückenlosigkeit der durch Steuerprüfungen abgedeckten Zeiträume zu überprüfen.

Die **rechtliche Due Diligence** dient der Begutachtung gesellschaftsrechtlicher und vertraglicher Gegebenheiten hinsichtlich Genehmigungen, mit Lieferan-

ten, Kunden und Mitarbeitern, bezüglich gewerblicher Schutzrechte und umweltrechtlicher Bedingungen und ihrer Konsequenzen für die Kaufpreis- und Vertragsgestaltung. Dazu gehören beispielsweise die Feststellung und Begutachtung aller Eigentums-, Besitz- und Treuhandverhältnisse, von Organisations-, von Beherrschungs-, Gewinnabführungs- und Verlustübernahmeverträgen, von Belastungen, Verfügungsbeschränkungen und die Ausstattung des Unternehmens mit Kapital, nicht eingezahlte Kapitalanteile und Nachschußpflichten sowie die Vollständigkeit der dies belegenden Unterlagen und Urkunden, gesellschaftergebundene Konzessionen, Gegenstand, Laufzeit und Form von Verträgen und Vertragsstrafen.

VIII. Organisation von Due-Diligence-Prüfungen

Due Diligences sollten vertraulich, zügig und möglichst ohne Beeinflussung des operativen Geschäfts abgewickelt werden. Zur Durchführung wird i. d. R. ein **Management-Team** mit besonders ausgewiesenen Mitarbeitern des an der Akquisition interessierten Unternehmens und **externen Spezialisten** wie Rechtsanwälten, WP und Beratern gebildet. Die Größe des Teams sollte sich an der Schwierigkeit der Aufgabe, die im wesentlichen durch Größe und Komplexität des zu erwerbenden Objekts bestimmt ist, aber auch an gegebenen Zeitzwängen orientieren. Zunächst nimmt das Team das zu akquirierende Unternehmen in kleinen Gruppen in Augenschein, regelt mit dem Zielunternehmen die Ansprechpartner sowie den Ort und die Modalitäten der eingehenden Analysen.

Um Vertraulichkeit zu wahren und keine unnötigen Einblicke in die Geschäftsabläufe zu geben sowie um sicherzustellen, daß im Zielunternehmen ausschließlich autorisierte Personen angesprochen werden können, erfolgen **Bereitstellung und Einsichtnahme** in das angeforderte Datenmaterial häufig **an einem neutralen Ort**, beispielsweise in der Kanzlei eines Notars. Den Vertretern des Kaufinteressenten wird hier Einsicht in die angeforderten Unterlagen gewährt, jedoch dürfen sie im allgemeinen nicht kopiert werden, so daß lediglich handschriftliche Aufzeichnungen erlaubt sind.

Zwecks Gewährleistung einer systematischen, zügigen und möglichst umfassenden Analyse des Zielobjekts sollte jede Due Diligence eingehend vorbereitet werden. Die Vorbereitung sollte möglichst zu einem **intern abgestimmten Katalog** derjenigen Fragen führen, die im Rahmen der Due Diligence mindestens abzuarbeiten sind. Dieser Katalog sollte dem Verhandlungspartner vor Beginn der eigentlichen Due-Diligence-Prüfung zur Verfügung gestellt werden, um ihm im Vorfeld der Analyse Zeit zur Bereitstellung der erforderlichen Unterlagen zu geben.

Im Hinblick auf **spätere Haftungsprobleme** sei abschließend darauf hingewiesen, daß der Käufer bzw. seine Beauftragten für Tatbestände, die sie aus den vorgelegten Informationsmaterialien und erteilten Auskünften hätten erkennen können müssen, die Haftung nicht auf den Verkäufer verlagern können. Dies verdeutlicht nochmals die Bedeutung, die der pflichtgemäßen, umfassenden und sorgfältigen Analyse zukommt.

Literatur: *Canepa*, Die Due Diligence im Mergers & Acquisition-Prozess, Stuttgart 1998; *Friedrich*, Erfolgreicher Unternehmensverkauf, Wiesbaden 1998; *Jung*, Praxis des Unternehmenskaufs, 2. Aufl., Stuttgart 1993; *Rockholtz*, Marktwertorientiertes Akquisitionsmanagement: Due Diligence, Diss., Frankfurt am Main/Berlin 1999. ◇