

Der nachfolgende Fachaufsatz wurde 1999 veröffentlicht in *DStZ* 1999, S. 365-376. Der Beitrag kann beim Beckverlag, München oder bei Buchhändlern sowie über bestimmte Foren (juris, Beckonline, DATEV LEXINFORM, NWB) kostenpflichtig bezogen werden. Der nachfolgende Abdruck weist keine Fußnoten mehr auf. Teilweise wurden Kürzungen vorgenommen. Die Gliederung wurde ergänzt.

Due Diligence

Dr. Carl W. Barthel, Köln

1. Gegenstand einer Due Diligence
2. Begriffliche Abgrenzungen
3. Der Transaktionsprozess
4. Beauftragung einer Due Diligence
5. Ablauf einer Due Diligence
6. Instrumente
7. Commercial Due Diligence
8. Financial Due Diligence
9. Tax Due Diligence
10. Legal Due Diligence
11. Environmental Due Diligence
12. Aufbau eines Due Diligence-Berichts
13. Zusammenfassung

1. Gegenstand einer Due Diligence

„Valuation is 95 % research and analysis. The actual calculations take about 30 seconds on a calculator. It is rigorous. There is no substitute for analysing your company, analysing your target, analysing its place in its industry and analysing that industry's place in the economy“.

Im Fall von Unternehmenstransaktionen werden die mit ihr befassten Gremien bisweilen mit glänzend präsentierten, gut strukturierten und plausibel fundierten Unternehmensbewertungs-Gutachten beschäftigt. Ihr Interesse verlangt aber etwas anderes: Die Entscheidungsträger auf Seiten des Verkäufers- sowie des Käuferunternehmens kümmern sich nämlich unter Vernachlässigung des Scheinproblems „Price versus Value“ um die Einschätzung der eigenen Verhandlungsposition und der des Vertragspartners sowie um die Verbesserung der eigenen Position.

Beim häufigsten Bewertungsanlass „Kauf/Verkauf eines Unternehmens oder Unternehmensteiles“ liegt der Fokus auf dem Kaufpreis und den Nebenbestimmungen im Kaufvertrag, so dass hier die Unternehmensbewertung gegenüber der nachfolgenden „Kaufpreisbildung“ und der sich ergebenden „Kaufpreisfindung“ in den Hintergrund gerät; maßgeblich ist die für den Auftraggeber günstige Beeinflussung des Kaufpreises gegenüber dem potentiellen Vertragspartner. Insofern ist die Unternehmensbewertung zu einem der vielen Verhandlungsparameter bei Unternehmenstransaktionen degeneriert *„Price is what you pay. Value is what you get“*. Die begrifflichen Unterscheidungen zwischen „Wert“ und „Preis“ sind in der praktischen Anwendung anlässlich von Unternehmenstransaktionen nicht so wichtig.

Der Unternehmenswert ist der hypothetische Marktpreis eines Unternehmens, nämlich der Preis, bei dem das Eigentum am Unternehmen eines Verkaufswilligen in das Eigentum eines Kaufwilligen übergehen würde unter der Voraussetzung, dass beide Parteien unter keinem Kaufzwang stehen und die relevanten Tatsachen kennen.

Dominierenden Einfluss auf die Preisfixierung haben

- (1) die Dringlichkeit des Verkäufers zu verkaufen (z.B. über den Druck der Banken) oder des Käufers zu kaufen (via Erreichung extern festgelegter Wachstumsziele bzw. Vermeidung unerwünschter Aktivitäten der Wettbewerber) und somit die Festlegung des Zeitpunktes der beabsichtigten Transaktion,
- (2) die Verhandlungstaktik (Geschick der Verhandlungsführer bzw. des Vermittlers),
- (3) die Machtverhältnisse innerhalb der jeweiligen Vertragspartner,

(4) das Wissen und die Umsetzung des Wissens über transaktionsrelevante Daten, insbesondere über Erfolgs- und Risikofaktoren der Motive der anderen Partei sowie

(die Fixierung der sonstigen Vertragsbedingungen außerhalb des Kaufpreises (z.B. Mietvertrag, Beratervertrag usw.).)

Ein von dritter Seite lediglich synthetisch ermittelter Unternehmenswert ist regelmäßig noch kein Entscheidungswert einer Partei in diesem Sinne. Einen höheren Nutzen für die Entscheidungsträger bietet somit eine auf die relevanten Schwerpunkte ausgerichtete systematische Analyse.

Die „Due Diligence-Untersuchung“, meist kurz als DD bezeichnet, ist die *systematische rechtliche und betriebswirtschaftliche Analyse* zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit eines Vertragswerkes für eine geplante Unternehmenstransaktion; bisweilen werden auch die Bezeichnungen „Due-Diligence-Prüfung“, „Due Diligence Audits“ („DDA“) bzw. „Due Diligence Reviews“ verwendet

Die Due Diligence-Untersuchung

dient der umfassenden zielorientierten Informationsversorgung eines Entscheidungsträgers im Verlaufe eines Akquisitionsprozesses auf Käuferseite bzw. einer Desinvestition auf Verkäuferseite.⁷⁾ Das Vertragswerk kann im Entwurf bereits vorliegen, oder es kann während bzw. nach erfolgter Due Diligence-Untersuchung entwickelt werden. Der Fokus der Untersuchung kann auch nur auf einem einzigen, vom Adressaten vorgegebenen Untersuchungsgegenstand liegen. Der Bedarf für Due Diligence-Untersuchungen, früher nur bei Groß-Unternehmen üblich, hat sich auf mittelständische Unternehmen ausgeweitet.

Ziel für die Auftragserteilung einer Due Diligence ist, vor einer möglichen Vertragsunterzeichnung dem Auftraggeber ein umfassendes Bild zu vermitteln, das ihm eine fundierte Beurteilung einer Transaktion ermöglicht und insb. die Stärken und Schwächen, aber auch die Chancen und Risiken einer Transaktion offen legt. Vorrangig gilt es im Rahmen der Due Diligence, *verborgene Risiken*, aber auch *verborgene Chancen* aufzudecken und quantifiziert darzustellen, damit unnötige zusätzliche

Kosten und unnötiger Zeitbedarf für erforderliche Aktionen des Käufers nach Erwerb minimiert werden. Dabei steht die Erkenntnis im Vordergrund, dass nicht allein die Kaufpreishöhe, sondern auch die nebenvertraglichen Regelungen wichtige Entscheidungsparameter für die Beteiligten sind.

Zurechtsagen die Amerikaner: „*Give the seller his price but you dictate the terms*“. Nicht (nur) der Preis, sondern das *gesamte Vertragswerk* hat auf dem Prüfstand einer Due Diligence-Untersuchung zu stehen. Die Einstellung der Bewertungsadressaten, nur den „angemessenen“ oder „marktorientierten“ Kaufpreis durch Bewertung eines Unternehmens mit der alleinigen Zielgröße: den „Wert des Unternehmens“ (oder: den „Wert eines Anteils“) zu erfahren, geht zurück. Bei Lichte gesehen ist die traditionelle „Unternehmensbewertung“ nur ein

Aspekt unter vielen im Rahmen einer gründlichen Durchleuchtung des Zielobjektes. Es hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass bei dem Bewertungsanlass Kauf/Verkauf eines Unternehmens bzw. eines Anteils an einem Unternehmen das Angebot eines „Preises“ letztlich den Vorschlag eines „*Package*“ bedeutet. Ein Preisvorschlag innerhalb einer Vertragsverhandlung bezieht sich letztlich immer auf ein gesamtes Paket von Leistungen. Neben der Zahlung des Kaufpreises gehören dazu die Zahlungsbedingungen, die Festlegung des Übergabezeitraumes, die Regelung des Umfangs, was gekauft bzw. was nicht gekauft wird und alle sonstigen indirekten Vor- und Nachteile (z.B. Zahlungen für Wettbewerbsverbote, Regelung eines überleitenden Mitarbeiters des Alt-Eigentümers).¹¹⁾ Hierbei sind auch psychologische, imagebezogene und reputationsrelevante direkte und indirekte Vorteile von besonderer Bedeutung. Es kann z.B. wichtig sein, dass bei der Transaktion eines mittleren Unternehmens der Verkäufer weiterhin als Berater tätig ist, diese aber auch wichtige Positionen in der Politik der Gemeinde oder des betreffenden Landes ausübt. In anderen Fällen kann es von hoher Bedeutung sein, dass der Alt-Eigentümer effektiv ausscheidet. Gerade wenn eine Einigung über den Kaufpreis nicht direkt möglich

erscheint, können Zugeständnisse bei den indirekten Vorteilen (insb. den Zahlungsmodalitäten und bzgl. der Zusatzverträge) weiter helfen, speziell, wenn vorab Festlegungen über den Kaufpreis durch eine Vertragspartei erfolgt sind. In den Nebenbedingungen können dann Vorteile festgelegt werden, die es der anderen Vertragspartei erlauben, ohne Gesichtsverlust den einmal eingenommenen Standpunkt zu einem speziellen Teilthema („Kaufpreis“) bei dem beabsichtigten Transaktionsprozess durchzuziehen.

Bei einer Transaktion ist der Kaufpreis selbst nur einer von vielen Entscheidungsparametern; gerade die Bewertung bzw. *Kaufpreisfindung* von Unternehmen in den neuen Bundesländern verdeutlichte eindrücklich, dass bei der Entscheidung, ob Kauf oder nicht Kauf, die sonstigen Bedingungen für die Durchführung der Transaktion ausschlaggebend waren, insbesondere - Verpflichtung, in einem bestimmten Zeitraum eine Mindestanzahl von Mitarbeitern einzustellen oder zu behalten; - bestimmte Umweltauflagen innerhalb eines bestimmten Zeitraumes zu erfüllen oder noch durch den Veräußerer erfüllen zu lassen; - zusätzliche Werte (z.B. anderes Unternehmen) mit zu übernehmen oder hierauf verzichten zu können; - auf den Kauf der betriebsnotwendigen Grundstücke zugunsten einer Vermietung zu verzichten usw.¹²⁾

Die *Durchleuchtung des Unternehmens* dient somit der Fundierung des Kaufpreises (bzw. aus Verkäufersicht: des Verkaufspreises) einschließlich aller Nebenregelungen sowie der Vermeidung bzw. Verminderung späterer rechtlicher Auseinandersetzungen. Dazu gehört aber ggf. auch - dies sollte nicht verschwiegen werden - die Chance für einen Rechtsberater, später (nach Vertragsunterzeichnung) eine bessere Prozessausgangsposition zu erlangen.¹³⁾ Letztlich ist es Ziel, den (möglicherweise potentiellen) Adressaten der Untersuchung Grundlagen für deren Entscheidung zu liefern, inwieweit eine geplante Transaktion die eigenen Ziele fördert; insoweit ist die Due Diligence ein in den Akquisitionsablauf integrierter Entscheidungsvorbereitungsprozess mit den Teilzielen Informationsversorgung und Abschätzung eigener gegenwärtiger Ziele durch künftig eintretende Chancen und Risiken bei der Durchführung der geplanten Unternehmenstransaktion.

Durch eine Due Diligence-Untersuchung ergeben sich regelmäßig drei Alternativen:

- die Kaufverhandlungen werden abgebrochen (es wurden „Deal Breaker“ gefunden),
- das Ergebnis der Due Diligence-Untersuchung verändert (in der Regel: vermindert) den Kaufpreis oder andere zahlungsrelevante Bedingungen (sog. „Due-Diligence-Abschlag“),
- der Veräußerer übernimmt vertraglich zusätzliche Garantien.

2. Begriffliche Abgrenzungen

Wörtlich übersetzt bedeutet der Begriff „*Due Diligence*“ die „im Verkehr erforderliche Sorgfalt“. Er entstammt der US-amerikanischen Transaktionspraxis. Die Due Diligence wird somit zum *Sorgfaltsmaßstab für geschäftliche Transaktionen*. Der Begriff „Due Diligence“ gehört zum Standardvokabular der M&A-Praxis.¹⁴⁾ Im US-amerikanischen Kapitalmarkt dient die Due Diligence speziell im Rahmen der gewissenhaften Prüfung des Börsenzulassungsprospektes dem Anlegerschutz bei Börseneinführung neuer Aktien.¹⁾ Es ist bemerkenswert, dass in der deutschen Rechtsprechung zum Kaufvertragsrecht oder zur Bewertung von Unternehmen der Begriff „Due Diligence“ bislang noch nicht aufgetaucht ist.

Due Diligence unterscheidet sich von dem Begriff „*Mergers and Acquisitions*

(M&A)“ insoweit, als bei M&A das Durchziehen einer Transaktion einschließlich ihrer Finanzierung im Vordergrund steht, hingegen bei einer Due Diligence die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit und Sicherheit einer Transaktion für den Auftraggeber bzw. potentiellen Käufer im Mittelpunkt steht. Je nach Facette der Transaktion ergeben sich unterschiedliche Ausgangsvoraussetzungen, Auftragsinhalte und Schwerpunkte; diese bestehen bei M&A-Aktivitäten typischerweise in Folgendem:

- Asset Deal / Share Deal
- Management Buy Outs,
- Leverage Buy Outs,
- Restrukturierungsaktivitäten,
- Joint Ventures,

- Spin-Offs (= transaktionale Veräußerung von Unternehmensteilen),
- Unfriendly Takeovers,
- Strategische Allianzen.

Die SEC verbietet die Veräußerung von Kapitalbeteiligungen ab einer bestimmten Größenordnung, wenn nicht vorher ein „Registration Statement“ bei ihr eingereicht worden ist; in diesem „Registration Statement“ 16) sind umfassende Angaben über die betreffende Gesellschaft zu machen; dieses Statement ähnelt weitgehend einer „Due Diligence List“.17) Das US-amerikanische Bundes-Kapitalmarktrecht kennt die Einrede des sorgfaltsgerechten Verhaltens („Due Diligence Defense“), wenn der Begeber von Erst Emissionen von Anteilen aus prospekthaftungsrechtlichen Regelungen in Anspruch genommen werden soll. Ebenfalls stellt die Due Diligence auch keine besondere Art einer „Abschlussprüfung“ dar.18) Die Abschlussprüfung ist im Wesentlichen vergangenheitsorientiert¹⁹⁾ und knüpft an rechtliche Grundlagen (Gesetz und Satzung) an²⁰⁾; die Due Diligence- Untersuchung ist strikt gegenwarts- bzw. zukunftsorientiert und knüpft an betriebswirtschaftliche Sachverhalte sowie marktbezogene Daten an; die Due Diligence-Untersuchung ist keine ordnungsmäßigkeitsbezogene Prüfung, sondern eine materielle Untersuchung, also eine Untersuchung, die das betriebswirtschaftliche Instrumentarium verwendet und auf eine spezielle Entscheidungssituation eines potentiellen Kauf- bzw. Verkauf Interessenten ausgerichtet ist. Gegenstand der Jahresabschluss- Prüfung, ist der Jahresabschluss, der Lagebericht und die Buchführung (§ 317 HGB); Ziel der Abschlussprüfung ist die Abgabe eines Testates (uneingeschränkt, eingeschränkt, ergänzt); sie ist eine Ordnungsmäßigkeitsprüfung, die im Rahmen der Due Diligence-Untersuchung marktbezogene Grundlagen für die Entscheidungsträger der Adressaten des Gutachtens liefern kann. Bezüglich der Intensität der Untersuchung ist (aber muss nicht) die Prüfungstiefe bei der Abschlussprüfung höher als bei der Due Diligence-Untersuchung sein;²¹⁾ aus haftungsrechtlichen Gründen wird bei Due Diligence Reports, an denen Wirtschaftsprüfer oder vereidigte Buchprüfer mitwirken, ²²⁾ der Begriff „Prüfung“ möglichst vermieden.²³⁾ Andererseits sind testierte Jahresabschlüsse der Ausgangspunkt für Due Diligence-Untersuchungen und insbesondere Grundlage für eine erste Einschätzung und Bildung von Schwerpunkten. Zum Thema „Was wird gekauft?“ bzw. „Welche Verbindlichkeiten werden übernommen?“ bilden geprüfte Jahresabschlüsse die wichtigste Informationsquelle. Den Tendenzen, die Due Diligence-Untersuchungen als künftiges Instrument einer risikoorientierten Abschlussprüfung aufzufassen, kann bereits deswegen nicht zugestimmt werden, eben weil die Zielsetzungen beider Prüfungen unterschiedlich sind: bei der Jahresabschlussprüfung geht es um die Ordnungsmäßigkeit des Jahresabschlusses nach vorgegebenen Normen; bei der Due Diligence-Untersuchung geht es um die rechtliche und marktbezogene Beurteilung eines Vertragswerkes für eine geplante Unternehmenstransaktion im Hinblick auf die Einhaltung der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt.²⁴⁾ Auch mit „*Unternehmensbewertung* ist Due Diligence“ nicht gleichzusetzen.2 Zielgröße der Due Diligence ist die möglichst umfassende Darstellung transaktionsrelevanter Daten für den Auftraggeber; hierzu zählen u.a. auch die Faktoren, die den Kaufpreis beeinflussen. Zielgröße bei der Unternehmensbewertung ist die Ermittlung eines Unternehmenswertes bzw. des Wertes eines Anteiles am Unternehmen. Dabei geht es mehr um die Auswahl von Methoden, Komplexitätsreduktion und -insbesondere bei den nutzenorientierten Bewertungsverfahren - um die Ableitung künftiger Ertrags- bzw. Entnahmeströme nebst entsprechenden Kapitalisierungszinssätzen. Hingegen liegt der Fokus bei der Due Diligence-Untersuchung auf der Stellung des Unternehmens im Markt, seiner internen Situation und der Chancen und Risiken im Rahmen einer Transaktion. Bei der Unternehmensbewertung stehen quantitative und monetäre Größen im Vordergrund, bei der Due Diligence eher qualitative Beschreibungen und Einschätzungen. Die Due Diligence ist strikt gegenwartsbezogen; die Unternehmensbewertung ist - nach dem derzeitigen Meinungsstand - strikt zukunftsbezogen (Zielgröße: „Zukunftserfolgswert“). Nicht zuletzt wegen der Vielzahl der marktfernen Unternehmensbewertungen - basierend auf dem Alleingeltungsanspruch der nutzenorientierten Bewertungsverfahren (speziell der Ertragswertverfahren) - werden die tatsächlichen Entscheidungen für einen Investor oder Verkäufer nicht aufgrund der Unternehmenswertberechnungen, basierend auf eine für viele

Entscheidungsträger nicht mehr übersehbare Datenfülle und Annahmen, sondern außerhalb dieser Investitionsrechnungen getroffen; der tiefere Grund für die mangelnde Akzeptanz liegt in einem juristischen Problem: Die herkömmlichen Bewertungsverfahren fußen auf der Ermittlung latenter Mehrwerte²⁶) und auf der Beurteilung der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens – diese zukünftige Ertragskraft ist aber vom Verkäufer nicht zusicherungsfähig; die somit erforderlichen Ermittlungen und Beurteilungen erfolgen daher im Rahmen der Due Diligence- Untersuchung. Erhebliche Unterschiede liegen auch zwischen der Due Diligence-Untersuchung und der *Umweltprüfung im Sinne der EG-Öko-Verordnung*. Zurecht weisen Pföhler/Nemitz/Hermann²⁷) darauf hin, dass „der Abschlussprüfer lediglich Teile des

im Unternehmen bestehenden Umweltmanagement-Systems als Informationsgrundlage nutzt, um die Abschlussprüfung effizienter durchzuführen“. Ziel bei der Umweltprüfung ist die Aufdeckung und Beseitigung von Umweltrisiken; soweit sich die Due Diligence-Untersuchung auf Umweltfragen bezieht oder sogar konzentriert (Environmental Due Diligence), geht zwangsläufig die Bewertung dieser Risiken und Behandlung im Vertragswerk einer geplanten Unternehmenstransaktion hierauf ein. Bei *zusammenfassender Betrachtung* ergibt sich, dass sowohl die Abschlussprüfung als auch die Unternehmensbewertung regelmäßig in festen Bahnen verlaufen und auch der M & A-Prozess möglicherweise durch berufsständische Strukturen, Beauftragung der immer gleichen Arten von Berufsträgern und Verwendung immer perfekterer Vordrucke, Checklisten und Vertragsentwürfen in festen Bahnen läuft, hingegen der Schwerpunkt der Due Diligence auf einer flexiblen Untersuchung, abgestimmt auf die jeweilige Situation und des Primates, Schwerpunkte für die Untersuchung zu bilden, liegt. Die Entscheidungsträger, einschließlich der Aufsichtsräte, haben regelmäßig kein mehrjähriges finanzwissenschaftliches Studium absolviert und sind regelmäßig auch nicht in der Lage, die Datengüte und die Auswahl der verwendeten Verfahren („risikoorientierter Prüfungsansatz“, „bewertungstheoretische Modellannahmen“) zu beurteilen, sondern legen den Fokus mehr darauf, die Einschätzung der durch Marken, Produkte, Dienstleistungen, Staat und Umwelt möglichen Chancen und Risiken durch Experten zu erfahren.

Die Entscheidungsträger akzeptieren immer weniger Berichte der Abschlussprüfer mit weichen Formulierungen, Andeutungen und Interpretationserfordernissen und auch nicht Bewertungsgutachten, die einem Zahlenfriedhof gleichen und bei denen die Ableitung der Wertansätze für die zukünftigen Jahre in plausibler Form nicht mehr nachzuvollziehen ist, sondern sie wollen wissen, was der „springende Punkt“ bei einer Transaktion ist, wie die Einschätzung eines Experten ist und wie es um die Güte der Experten bestellt ist. Die Due Diligence schafft hier eher als eine Abschlussprüfung

oder Unternehmensbewertung (im traditionellen Sinne) die flexible Anpassung an die Ziele der Adressaten einer Due Diligence.

Im Zeitablauf können folgende Arten einer Due Diligence unterschieden werden:
28)

(1) *pre due diligence*: Analyse des Marktes und der avisierten Unternehmen aufgrund zugänglicher Daten;

(2) *pre acquisition due diligence I*: Analyse der Gesellschaft aufgrund ihrer Firmenbeschreibung und anderer Informationen;

(3) *pre acquisition due diligence II*: Weitergehende Überprüfungen von Management-Fähigkeiten und anderen Unternehmens-Aspekten.

(4) *post completion due diligence*: Beurteilung nach Vertragsunterzeichnung - aber vor der Vertragserfüllung: Die Prüfung enthält die ähnlichen Punkte wie „pre acquisition“, gründet jedoch auf jetzt zusätzlich verfügbaren Daten;

(*post acquisition due diligence*: Überprüfungen einige Zeit nach Vertragserfüllung zur Integration der Gesellschaft in die eigene Gruppe sowie Bereinigung noch offener Vertragspunkte (wie abgesprochener Vor- und Rückbehalte)²⁹).

3. Der Transaktionsprozess

Typischerweise umfasst der Gesamtprozess einer Unternehmenstransaktion umfasst folgende *Teilprozesse*, die teilweise ineinander greifen bzw. sich zeitlich und inhaltlich überlappen: 30)

1. Strategische Beratung,
2. Marktanalyse,
3. Kandidatenauswahl,
4. Wert- und Preisfindung,
5. Projektmanagement,
6. Zusammensetzung der Verhandlungskommission,
7. Letter of Intent,
8. Due Diligence,
9. Verhandlungssupport,
10. Finanzierungsberatung,
11. Rechtsberatung (incl. Arbeitsrecht, Kartellrecht),
12. Vertragsverhandlung(en),
13. Abschließende Prüfung,
14. Vertragsabschluss (regelmäßig zeitgleicher Abschluss von Rahmen- und Einzelverträgen),
15. Closing,
16. Bestimmung der Ausgleichspositionen,
17. Durchsicht nach der Übertragung.

Zur Erläuterung:

(1) Die *strategische Beratung* verfolgt das Ziel, einem potentiellen Investor eine Entscheidungs- bzw. Planungsunterlage für die Durchführung oder Nicht-Durchführung einer beabsichtigten Unternehmenstransaktion zu liefern. Die strategische Beratung umfasst folgende Aufgabenkomplexe im Hinblick auf Veränderungen infolge einer beabsichtigten Unternehmenstransaktion:

- Auswirkung auf die bisherige Unternehmensphilosophie,
- Festlegung unternehmenspolitischer Ziele,
- Geschäftsfeld-Strategieplanung,

- Organisations-, Rechtsform- und Rechtsstrukturplanung,
- Informationssystem- und Anreizsystemplanung.

Die Resultate dieser Aufgabenkomplexe spiegeln sich regelmäßig in einer (veränderten) Vision der Entscheidungsträger wieder, die Aufschluss auf das Leitbild sowie den Unternehmens- und Führungsgrundsätzen haben, die ihrerseits auch wieder Ausgangspunkt weiterer Planungen im Rahmen der Unternehmensaktivitäten darstellen.

(2) Die *Marktanalyse* stellt eine systematisch-methodische Untersuchung der Stellung des Zielobjektes im derzeitigen Marktgeschehen sowie der künftigen Stellung nach erfolgter Transaktion im Marktgeschehen dar. Ziel ist die Schaffung von Markttransparenz und damit die Ableitung von Steuerungsdaten für die Geschäftspolitik eines Investors bzw. des Verkäufers. Der Fokus liegt auf dem „*speziellen Markt*“ für die Produkte und Dienstleistungen des Zielobjektes.

(3) Die „*Kandidatenauswahl*“ setzt die vorhergegangene Information von Kaufabsichten an potentielle Kandidaten voraus. Die Richtschnur, ob ein direkter Weg (Direktansprache) oder indirekte Wege (über Geschäftspartner, Makler, Anzeigen etc.) von Vorteil ist, lässt sich nur im Einzelfall entscheiden. Die Kandidatenauswahl umfasst ferner die Abschätzung im Hinblick auf dessen Bonität, Willen und Fähigkeit, eine Unternehmenstransaktion durchzuführen; hinzu kommt die Abschätzung der Akzeptanz der beabsichtigten Transaktion innerhalb der eigenen Belegschaft.

(4) Die *Wert- und Preisfindung* ist dynamisch zu sehen. Die Vorstellungen ändern sich ständig, angefangen von der ersten Grobanalyse und Erstbewertung bis zur endgültigen Preisfixierung als Verhandlungsergebnis. Die Vorstellungen ändern sich

nicht nur wegen ständig neuer Erkenntnisse, Beurteilungen und Verändern von Schwerpunkten, sondern auch mit ständig neuen Beratern, Verhandlungsführern, Einschaltung von Maklern, Spezialisten und Familienangehörigen.
(Das *Projektmanagement* (= projektorientierte Führung) umfasst die Planung, Steuerung und Kontrolle eines Transaktionsprojektes; der Schwerpunkt liegt auf der Koordination dieser Führungstätigkeiten. Projekte sind zeitlich und sachlich begrenzte Arbeitsvorhaben mit einmaligem Ablauf. Hierzu im Gegensatz gibt es im Großunternehmen Stabsstellen für den Bereich „M&A“, die permanent aquirieren und desinvestieren. Die Projektziele beziehen sich insbesondere auf die Festlegung des Ziels einer Transaktion einschließlich der relevanten Nebenbedingungen, der Präzisierung der Vorgaben für den Preis und die einzelnen Nebenbedingungen, Aufstellung eines

realistischen Terminplanes für die Durchführung der Transaktion, dem rechtzeitigen Erkennen aufkommender Probleme, das Ergreifen geeigneter Gegenmaßnahmen und die Festlegen der Informations- und Entscheidungswege. Nach der Definition der Projektziele stellt sich die Aufgabe der Zusammenstellung eines Teams, die im USamerikanischen

Sprachraum je nach Aufgabenstellung unterschiedlich bezeichnet worden (*multidisciplinary due diligence* 31), *acquisition group* 32) oder *task force* 33)); dies erfordert gleichzeitig Festlegungen im Hinblick auf Aufgabenstellung, Kompetenz, Befugnisse und Endzeitpunkte. Lawrence beschreibt ein mehrschichtiges Expertensystem für eine Due Diligence mit

- einem *internen Bereich als Verhandlungsteam* (Recht und Steuern, Finanzen),
- einem *internen Expertenkreis* (Rechnungswesen, Personal, EDV, Umwelt, Produktion, Marketing) und
- einem *externen Expertenkreis* (Immobilien Gutachter, externe Anwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater usw.).

(6) Die *Zusammensetzung der Verhandlungskommission* ist abhängig von der Größe der beabsichtigten Unternehmenstransaktion und dem Preis, den der Auftraggeber hierfür bereit ist, zu zahlen. Eine zu hohe Anzahl von Mitgliedern der Verhandlungskommission

ist ebenso mit Nachteilen (Koordinierungsbedarf, Zeitbedarf) verbunden wie eine entsprechend zu geringe Anzahl (Spezialkenntnisse). Mitglied der Verhandlungskommission sollte der Entscheidungsträger selbst oder ein mit entsprechender Kompetenz ausgestatteter Vertreter sein, ferner ein Jurist (Rechtsanwalt) sowie ein Berater, der die betriebswirtschaftliche Seite abdeckt (vereidigter Buchprüfer / Wirtschaftsprüfer / Unternehmensberater / Makler). Permanent oder von Fall zu Fall können Spezialisten für Teilbereiche hinzugezogen werden (Steuerberater / Spezialisten für Umweltfragen / EDV-Spezialisten).

(7) *Letter of Intent* (Absichtserklärung)³⁴ ist die schriftliche Fixierung eines ernsthaften Bindungswillens für einen Vertragsabschluss zwischen Verkäufer und potentiellm Investor.³ Nach deutschem Recht können hier vorvertragliche Schadensersatzansprüche durch c.i.c. begründet sein. Eine schwächere Bindung besteht im Abschluss einer bloßen Vertraulichkeitserklärung (Statement of Non-disclosure); eine stärkere Bindung besteht im Abschluss eines Optionsvertrages. Der Letter of Intent (LoI) klärt folgende Fragestellungen:

- *Wer kauft was?*

(Klärung der potentiellen Vertragsparteien und des Transaktionsobjektes)

- *Wie soll gekauft werden?*

(Transaktionsform: Asset Deal, Share Deal, Fusion)

- *Zu welchem Preis könnte gekauft werden?*

(Kaufpreis-Bandbreite)

- *Zu welchem Zeitpunkt oder in welchem Zeitrahmen könnte die Transaktion erfolgen?*

(Zeitplan einschließlich Fristen für Durchführung einer Due Diligence, verbindliches Angebot des Käufers bzw. des Verkäufers, Übernahmestichtag)

- *Welche Nebenverpflichtungen übernimmt der Verkäufer?*

(Durchführung einer Due Diligence, Exklusivverhandlung mit dem Käufer)

- Welche Nebenverpflichtungen übernimmt der Käufer?

(Geheimhaltungsverpflichtung, Garantien mit Schadensersatzfolgen)

- Wer übernimmt zusätzlich erforderliche Aktivitäten?

(Einholung von Genehmigung des Vermieters, des Kartellamtes, des Staates, der Gremien, der Banken)

(8) Die Durchführung³⁶ einer *Due Diligence-Untersuchung* endet regelmäßig mit einem *Bericht oder Gutachten*, der dann für Käufer wie Verkäufer das entscheidende Medium für die weiteren Vertragsverhandlungen einschließlich Kaufpreisfindung darstellt.³⁷ Im Einzelnen sind zu unterscheiden:

- Comment Letter,

- Opinion Letter,

- Minireport,

- Detailed Due Diligence Report,

- Comprehensive Due Diligence Report.

Im Rahmen der Beratungsfunktion wird dem Auftraggeber bisweilen zusätzlich für interne Zwecke eine Kurzerläuterung („brief commentary“) zur Verfügung gestellt, in der die bedeutsamen Sachverhalte auf den Punkt gebracht werden.

Nach Maßgabe eines ganzheitlichen Analyseansatzes wird das Unternehmen nicht nur unter einem einzigen Blickwinkel (z.B. Ertragskraft) und auch nicht nach einer eindimensionalen Zielgröße (z.B. Unternehmenswert), sondern unter verschiedenen Aspekten beurteilt; die wichtigsten Aspekte sind:

- Commercial Due Diligence (CDD)

(Markt und Wettbewerb),

- Financial Due Diligence (FDD)

(relevante finanzielle Aspekte),

- Tax Due Diligence (TDD)

(steuerliche Risiken, steuerliche Vorteilhaftigkeit des Vertragswerkes), Legal Due Diligence (LDD)

(Beurteilung bestehender Verträge und des abzuschließenden Vertragswerkes),

- Environmental Due Diligence (UDD)

(Umwelt in Bezug auf Standort, Produktion und Produkte).

Die vorstehende Einteilung der Due Diligence-Untersuchung führt zu einer besonders praktikablen und allgemein akzeptierten Strukturierung, die es zudem erlaubt, Schwerpunkte zu bilden bzw. in einem Team gut abgrenzbare Teilaufgaben zu definieren und ggf. Teilaufgaben auszugliedern.

(9) Der *Verhandlungssupport* bezieht sich auf die Unterstützung der Verhandlungskommission

in personeller Hinsicht durch Hinzuziehung von Spezialisten aus

dem Auftraggeber-Unternehmen, von Spezialisten aus dem Beraterkreis des Unternehmens sowie im Hinblick auf die Lieferung von Daten, die für die Unternehmenstransaktion von Bedeutung ist.

(10) Die *Finanzierungsberatung* bezieht sich auf Maßnahmen der Mittelbeschaffung und -rückzahlung sowie auf die Gestaltung der Zahlungs-, Informations-, Kontroll- und Sicherungsbeziehungen zwischen Verkäufer und Käufer (wegen Übernahme von Verbindlichkeiten) und Käufer und Finanzierungsinstitut. Die personelle Unterstützung erfolgt durch den Finanzberater des Auftraggeber-Unternehmens, insb. der Hausbanken aber auch der Hinzuziehung von Finanzierungsmaklern.

(11) Die *Rechtsberatung* bezieht sich auf die Aufstellung und/oder Prüfung sämtlicher Vertragsklauseln einschließlich aller Nebengebiete wie Arbeitsrecht, Kartellrecht und Gewährleistungsrecht. Bei größeren Transaktionen kann zusätzlich eine unabhängige Rechtsberatung durch den Urkundennotar erfolgen.

(12) Bei den *Vertragsverhandlungen* sind alle Instrumente und Methoden erlaubt und zweckmäßig, die seriös sind und auf den Vertragspartner überzeugend wirken können. Spezifische Besonderheiten und emotionalen Eigenheiten auf nationaler wie internationaler Ebene können entscheidungsrelevant sein. Die Vertragsverhandlungen

sollten zur Förderung der eigenen Ziele entsprechend gut vorbereitet und von professionellen Verhandlungsführern bzw. -teilnehmern begleitet sein. Entscheidend ist häufig, dass es gelingt, die eigenen Themen durchzusetzen und die dem eigenen Verhandlungsziel entgegengesetzte Themenbereiche von der Diskussion auszuschließen.

(13) Die *abschließende Prüfung* erfordert die Fokussierung auf entscheidungsrelevante Schwerpunkte; dies erfordert zur Unterstützung des Entscheidungsträgers unter Umständen die Hinzuziehung von Spezialisten.

(14) Zur Wirksamkeit des *Vertragsabschlusses* (Signing) ist auf rechtsgültige Unterschriften und Beachtung der Formvorschriften zu achten. Im Zweifel empfiehlt sich die Beurkundung durch einen Notar. Regelmäßig ist mit dem Vertragsabschluss zeitgleich der Abschluss von Rahmen- und Einzelverträgen verbunden.

(1 *Closing* ist eine Vereinbarung zwischen Käufer und Verkäufer,

- um die veränderte Eigenkapital-Situation zwischen dem Tag der Bewertung bzw. Beendigung der Due Diligence und dem Übergabestichtag betragsmäßig zu erfassen (Privatentnahmen! / Ausschüttungen!); 38)

- um die näheren Modalitäten der Übergabe zu regeln (insb. Tag und Art der Kaufpreiszahlung);

- um festzulegen, wie die Übergabe des Unternehmens zu erfolgen hat (Überprüfungen, Stichproben);

- um die Folgen bei bestimmten Pflichtverletzungen zu bestimmen (z.B. Verletzung der Vertraulichkeit, Fehlen zugesicherter Eigenschaften am Übergabestichtag).

(16) Die *Bestimmung der Ausgleichspositionen* bezieht sich auf Gegenstände und/oder Geldeinheiten, die neben der Zahlung bzw. dem Erhalt des Kaufpreises für die Erfüllung der eingegangenen Verpflichtungen relevant sind.

(17) Die *Durchsicht nach der Übertragung* des Zielobjektes dient der Festlegung, ob und inwieweit der Vertragspartner den Vertrag erfüllt hat bzw. inwieweit der eigene Vertrag noch erfüllt werden muss, damit die Unternehmenstransaktion als abgeschlossen betrachtet werden kann.

4. Beauftragung einer Due Diligence

Auftraggeber einer Due Diligence kann sowohl der Käufer (in der Regel) wie der Verkäufer sein.

Der *Auftrag* einer Due Diligence selbst ist nicht immer statisch vorgegeben, vielmehr muss dieser im Laufe einer Transaktion geänderten Bedingungen - speziell im Hinblick auf das Setzen von Schwerpunkten - angepasst werden können.

Schwerpunkte einer Due Diligence beziehen sich auf:

- betriebswirtschaftliche Rechtfertigung (Bewertung, Finanzierung, strategische Ausrichtung, Synergien, Steuereffekte),

- transaktionsadäquate rechtliche Begleitung und vertragliche Fixierung.

Dem Grundsatz der Materiality (Wesentlichkeit) entspricht die frühzeitige Eingrenzung der Analyse-Schwerpunkte; dies ist meist bereits nach dem ersten Gespräch möglich. Die Vermeidung von Scheingenauigkeiten wird am besten durch eine Konzentration der Analyse-Felder auf die spezifischen Schwerpunkte der Untersuchung erreicht.

Die Analyse ist zugleich *Basis* für die *Unternehmenswertermittlung*. Hierbei wird nicht nur das Bewertungsobjekt selbst analysiert, sondern auch das gesamte Umfeld sowie die Konzeption des Auftraggebers aus Anlass der geplanten Transaktion. Mittels einer Due Diligence kann überdies versucht werden, die üblicherweise bestehenden oder entstehenden Konfliktpunkte und Meinungsverschiedenheiten zwischen Käufer und Verkäufer nach *Offenbarung von Unternehmens-Interna* (z.B. stille Reserven, Liefer- und Leistungsbeziehungen, betriebswirtschaftliche Kenndaten, Stärken und Schwächen) zu lösen.³⁹⁾ Der Anteilseigner an einer Personen- oder Kapitalgesellschaft ist auf die Kenntnis transaktionsrelevanter Informationen angewiesen, wenn er seinen Anteil am Markt bestmöglich zu veräußern beabsichtigt.

Insbesondere muss er sich faktisch bei bedeutsamen Transaktionen mit den Fragen

und den Checklisten im Rahmen einer Due Diligence-Untersuchung des Erwerbers auseinandersetzen. Die Kenntnis dieser Informationen sind durch Übergabe schriftlicher Aussagen oder über das Fragerecht zu realisieren. Im Zusammenhang lässt sich folgendes konstatieren:

- der *Jahresabschluss einer Aktiengesellschaft* bietet für einen externen Kaufinteressenten nur eingeschränkt Informationen;
- das *Fragerecht des Aktionärs* aus § 131 AktG versagt bei sensiblen Daten wie stille Reserven, latente Steuern, Verzinsung des tatsächlich eingesetzten Kapitals etc.;
- der *Vorstand* einer AG „kann“ weitergehende Informationen geben, muss aber einer geplanten Abwicklung unter Schutz der Daten und Wahrung der Verschwiegenheit für die Gleichbehandlung aller Anteilseigner (Aktionäre) sorgen;
- der *GmbH-Gesellschafter* vermag unmittelbar alle Informationen für eine eigene Due Diligence-Untersuchung zu erhalten;40)
- der *Kommanditist* ist nach derzeitiger Gesetzeslage (§ 166 HGB) gegenüber einem Aktionär noch schlechter gestellt; seine Informationsrechte beziehen sich auf die Ausübung eines Kontrollrechtes;

- bei *mehrgliedrigen Gesellschaften* ist die Zustimmung aller Gesellschafter für eine Due Diligence-Untersuchung erforderlich. 41)

In der Praxis wird eine Due Diligence folglich erst nach umfassender Absicherung des Verkäufers - regelmäßig nach Abschluss eines Letter of Intent oder von besonderen Regelungen in einem Vorvertrag gestattet. Kern ist jeweils eine *Geheimhaltungsverpflichtung*42),

wonach die erhaltenen Informationen im Falle des Scheiterns der Transaktion nicht weiter verwendet werden dürfen bzw. vernichtet werden müssen. Zu bedenken ist, dass der potentielle Käufer häufig ein Wettbewerber der gleichen Branche ist. Einblicke in sensible Informationsfelder sind: testierte WP-Berichte, Vorstandsunterlagen, Marktuntersuchungen, Kundenstruktur, Unternehmensplanungen, Auftragsbestand bzw. Auftragseingang, Ergebnisse für Geschäftsfelder, Sparten und Produktgruppen.

Umstritten ist, inwieweit *Unternehmens-Internas*, die in den Schutzbereich des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG fallen, von dem Veräußerer einer wesentlichen Beteiligung an einer Aktiengesellschaft einem potentiellen Erwerber offenbart werden dürfen. Diese Vorschrift kann weder durch Satzung, noch durch Erlass einer Geschäftsordnung,43) noch durch Einzelbeschluss der Hauptversammlung 44) eingeschränkt werden. Die Weitergabe von sensiblen Daten wird in der Literatur bei beabsichtigten Transaktionen regelmäßig akzeptiert.4 Nach §§ 76, 93 AktG hat der Vorstand ausschließlich im unternehmerischen Interesse der Gesellschaft zu handeln. Da die Frage der Offenbarung von Geschäftsinternas anlässlich von Due Diligence-Untersuchungen gesetzlich nicht geregelt sind, dürfte die zitierte Vorschrift maßgeblich für die Beantwortung der Rechtmäßigkeit des Vorstandes einer Aktiengesellschaft sein. Entscheidend ist die begriffliche Differenzierung zwischen „Interesse der Gesellschaft“ und „Interesse der Aktionäre“ (bzw. „Anteilseigner“).46) Es ist dem Vorstand anzuraten, im Zweifel Vorteilhaftigkeitserwägungen aus quantitativer und qualitativer Sicht durchzuführen,

weil die Verletzung der Schweigepflicht eines Vorstands mit harten Rechtsfolgen (Schadensersatz, Strafbarkeit) sanktioniert ist. 47) Letztlich sollte der Gesetzgeber hier Klarheit schaffen.

Im Rahmen einer Due Diligence-Untersuchung werden *extern* die für jedermann zugänglichen Informationen aufgrund der Bekanntmachungspflichten eines Vorstandes nach §§ 242, 264 ff. HGB und § 15 WpHG, nach denen Jahresbilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Lageberichte und kursrelevante Ereignisse offen zu legen sind, analysiert. Ein Bestandteil dieser Analyse ist auch die allgemeine ökonomische Lage des Zielobjektes und der betreffenden Branche.

Gegenstand der Analyse sind *intern* u.a. die Daten des Rechnungswesen, die Zukunftsplanungen (= wirtschaftliche Due Diligence), aber auch die bestehenden

Verträge zu Kunden und anderen Geschäftspartnern (= rechtliche Due Diligence). Die Durchführung einer Due Diligence ist in den USA sehr verbreitet 48) und findet dort regelmäßig auch das Verständnis der Gegenseite. Die Due Diligence-Untersuchung wird zunehmend auch in Deutschland als der gegenüber einer reinen Unternehmensbewertung

nebst Weiterempfehlung des Auftraggebers an Steuerberater, Rechtsanwälte und Notare mit jeweils geringer Gesamtkoordination umfassendere Ansatz zur Durchführung von Transaktionen betrachtet.49)

Zeitlich erfolgt die Durchführung einer Due Diligence

- nach Unterzeichnung eines „letter of intent“50) bzw. einer ähnlichen vertraglichen Regelung;

- vor Unterzeichnung des Kaufvertrages.

Bei Durchführung der Due Diligence durch Kammerangehörige (Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte) ergibt sich bei Vorliegen der Haftungsvoraussetzungen für das Mandantenunternehmen regelmäßig der Vorteil des zusätzlichen

Schutzes durch die Berufshaftpflichtversicherung. Ob „Generalisten“ oder „Spezialisten“ die besseren Teammitglieder sind, lässt sich nur im Einzelfall entscheiden.

Konflikte zwischen Käufer und Verkäufer ergeben sich aus folgenden Interessenlagen:

- Käufer präferiert andere Bewertungs- und Beurteilungsverfahren und innerhalb dieser andere Parameter (Kapitalisierungszins, Zukunftsprognose),
- Käufer setzt andere thematische Schwerpunkte als Verkäufer,
- Käufer will nur „Rosinen“, um den Rest soll sich der Verkäufer kümmern,
- Käufer will Zusicherungen und Haftung des Verkäufers,
- Käufer will Wettbewerbsverbot des Verkäufers,
- Verkäufer will schnelle Entscheidung, Käufer ist abwartend,
- Verkäufer will umfassende Informationen über kaufpreiserhöhende Marktdaten und Argumente.

Mit der Beauftragung einer Due Diligence können unterschiedliche Funktionen verfolgt werden:

1. *Entscheidungsfunktion*: ob und zu welchen Bedingungen die beabsichtigte Transaktion durchgeführt werden soll und wie aufgrund der Kenntnis der wertbildenden Faktoren des Zielunternehmens ein Preisangebot gemacht werden kann;

2. *Haftungsvermeidungsfunktion*: vgl. § 93 Abs. 1 Satz 1 AG für die Vorstandsmitglieder einer Aktiengesellschaft / § 43 Abs. 1 GmbHG, wonach der Geschäftsführer „in den Angelegenheiten der Gesellschaft die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes anzuwenden hat“; im US-Zivilrecht gilt dies für die Mitglieder des Board of Directors und für die Officers (leitende Angestellte) bzgl. Verletzung ihrer Treue- und Sorgfaltspflichten gegenüber der Gesellschaft;51) darüber hinaus ergeben sich Anspruchsgrundlagen für die Haftung der vom Käufer oder Verkäufer eingeschalteten Berater aus dem Gesichtspunkt des Geschäftsbesorgungsverhältnisses und ggf. aus einer daraus resultierenden Schutzwirkung für Dritte;52)

3. *Präventivfunktion*, insbesondere bei Rechtsanwälte, Steuerberater, vereidigten Buchprüfer, Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer und Makler, um diese zu

veranlassen, alle Handlungen zu vermeiden, die beim Auftraggeber einen Schaden infolge des ihnen entgegen gebrachten Vertrauens auf seinen Sachverstand und auf die Richtigkeit seines Handelns verursachen könnten;

4. *Exkulpationsfunktion* im Hinblick auf das spätere Gelingen eines Entlastungsbeweises mit dem Ziel, dass eine zur Rechenschaft gezogene Person sorgfältig alle für die Transaktionen relevanten Aspekte aufgedeckt und beurteilt hat;

5. *Prozessfunktion* im Hinblick darauf, dass bisweilen bereits im Vorfeld mit späteren Rechtsstreiten zu rechnen ist und eine Partei versucht, den kommenden Rechtsstreit bereits vorab durch geeignete Maßnahmen im Vorfeld zu verbessern.

5. Ablauf einer Due Diligence

Die *notwendige Dauer für eine Due Diligence* kann zwei, drei Tage (dann: short form report), sie kann aber auch - je nach Unternehmensgröße und Schwierigkeitsgrad - zwei, drei Monate (dann: long form report) dauern; alles was über drei Monate liegt, sollte nicht unter dem Gesichtspunkt einer Due Diligence gefasst werden.

Der Ablauf der Due Diligence ist im Gegensatz zur Bewertung durch gerichtliche Sachverständiger bei Gesellschafter-Abfindungen, Zugewinnausgleichs-berechnungen und Spruchstellenverfahren von dem Schlagwort „*kurz aber intensiv*“ geprägt.

Es erscheint als großer Vorteil, dass es weder in Deutschland noch im internationalen Bereich „Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence-Untersuchungen“ gibt, so dass diese äußerst flexibel vorgenommen werden können. In vielen Fällen ist die Transaktion selbst bereits durch vorgefasste Meinungen und interne Absprachen vorgeprägt.⁵³⁾ Es muss ferner gesehen werden, dass Due Diligence für die Entscheidungsträger

auch lediglich als ein „Muss“ für die Beschäftigung der Gremien betrachtet wird, frei nach dem Motto „nach erfolgter Unterschrift wird sowieso alles anders“. Bisweilen wird auch eine Due Diligence-Untersuchung als ausschließliches Instrument, den angebotenen Verkaufspreis zu drücken, missverstanden. Die erwähnten Fälle stellen jedoch eher Ausnahmen dar.

„*Kurz*“ im vorerwähnten Sinne bezieht sich darauf, dass in der Regel bei hinziehenden Verhandlungen die Gefahr besteht, dass zusätzliche Kaufinteressenten im Verkaufsfall bzw. zusätzliche Akquisitionsalternativen im Kaufsfalle hinzukommen. Meist liegen bereits nach drei bis fünf Werktagen bis zu 80 % der entscheidungsrelevanten Erkenntnisse vor.

„*Intensiv*“ bezieht sich auf die Untersuchungstiefe. Im Gegensatz zur Unternehmensbewertung

mit vorgegebenen Schwerpunkten (z.B. der Ableitung künftiger Erträge, Bestimmung des Kapitalisierungszinses unter Beachtung der Schwierigkeiten marktmäßiger Ableitungen) ergibt sich bei einer Due Diligence-Untersuchung die Klärung, wo die Schwerpunkte der Untersuchung selbst zu setzen sind. Die Due

Diligence-Untersuchung ist dann einerseits ein sehr flexibles Instrument zur Beeinflussung des Vertragswerkes und zur Beschleunigung der beabsichtigten Transaktion, andererseits sind aber keine Standardisierungsbestrebungen wie sie im Rahmen der Unternehmensbewertung infolge entsprechender EDV-Programme möglich und üblich.⁵⁴⁾ Der Grundsatz der Materiality ist zu beachten. Dabei ist abzuwägen, was die baldige Gewichtung aller erhaltenen Informationen in Bezug auf die finalen Aussagen der Due Diligence erfordert. Die Diskussion dreht sich in der Regel um die unternehmensspezifischen

Risiken und Chancen. Branchenkenntnisse und permanentes Hinterfragen führen meist schnell zu den Schlüssel-Informationen bzw. zu den Kern-Faktoren des Unternehmens.

Es lassen sich im Ablauf einer Due Diligence bei Großaufträgen zweckmäßigerweise drei Phasen unterscheiden:

- *Phase-One-Audit*: Betriebsbesichtigung, Interviews, Dokumentendurchsicht⁵⁵⁾;
- *Phase-Two-Audit*: Schwerpunktbildung, Einschätzung des maximalen und des realistischen Risikos, Vereinbarung weitergehender Untersuchungen⁵⁶⁾;
- *Phase-Three-Audit*: Hinzuziehung von Sachverständigen, Spezialanalysen, Gutachtenerstellung⁵⁷⁾.

Im *zeitlichen Ablauf* ergeben sich regelmäßig folgende Einzelschritte:

1. Auftragsbestimmung,
2. Untersuchungsplanung,
3. Unternehmensdaten,
4. Unternehmensanalyse,
5. Finanzanalyse,

6. Vertragsanalyse,
7. Plausibilitätsprüfung,

8. Dokumentation,
9. Berichterstattung,
10. Ergebnisdiskussion.

(1) Für Auftraggeber und Auftragnehmer soll mit der *Auftragsbestimmung* Klarheit über den Auftragsgegenstand, Untersuchungsumfang, Gebühren und Haftung geschaffen werden. Es empfiehlt sich, eine Flexibilität bezüglich der schnellen Anpassung an veränderten Situationen vorzusehen. Regelmäßig einigen sich die Parteien entweder auf ein Pauschal-Honorar oder es folgt eine stundenweise Abrechnung nach Maßgabe einer Vorprüfung bzgl. der vorzunehmenden Arbeiten.⁵⁸ Dieser Schritt wird regelmäßig mit einem Auftragsbestätigungsschreiben sowie einer Vollständigkeitserklärung der Geschäftsführung abgeschlossen.

(2) Eine zeitliche und schwerpunktmäßige Grobplanung ist im Rahmen der *Untersuchungsplanung* vorzunehmen. Nach einer Grobanalyse der Branche, des Standortes, des konkreten örtlichen Marktes, der Vertriebs- und Produktionswege erfolgt die Erarbeitung einer *Due-Diligence-Liste*, die die transaktionsspezifischen Fragestellungen, die benötigten Dokumente und erforderlichen Einsichtnahmen enthält. Es bietet sich an, bereits hier auf entsprechende *Schwerpunktbildungen* zu drängen. Der gewöhnlich umfassende Katalog kann allerdings seitens des Verkäufers im Hinblick auf nicht relevante Punkte entsprechend gekürzt werden. Nach Festlegung des Teams - ggf. unter Hinzuziehung von Spezialisten für die Branche und/oder für Spezialgebiete (Ökologie, Recht u.ä.) - kann eine Feinplanung vorgenommen werden. Bei größeren Transaktionen sind im Due Diligence Team (Projektteam / Steering Committee) mehrere Juristen, Betriebswirtschaftler (vereidigte Buchprüfer, Wirtschaftsprüfer), Unternehmensberater und Spezialisten des Käuferunternehmens vertreten. Im Vordergrund steht weniger die Erledigung von Einzelaufträgen, als vielmehr die Übernahme der verantwortlichen Gesamtleitung für die geplante Transaktion.

(3) Die Bereitstellung von *Unternehmensdaten* (disclosure) kann über interne Quellen (Jahresabschlüsse der letzten Jahre, Planungsrechnungen, Prüfungsberichte, ggf. Durchsicht der Arbeitspapiere der Abschlussprüfer) und über externe Quellen (Veröffentlichung von Jahresabschlüssen im Bundesanzeiger, Informationen von Auskunfteien, Presseberichten, Interviews mit Branchen-Insidern) erfolgen.⁵⁹ Die unternehmensinternen Daten werden bisweilen, soweit sie hochsensibel sind, in entsprechenden *Data-Räumen* im Unternehmen selbst dem Analysten zur Verfügung gestellt. In dieser Phase ist auf Relevanz, Vollständigkeit und Rechtswirksamkeit der Unterlagen zu achten. Der Grad der Offenlegung von Unternehmensinformationen ist - über die Vornahme bzw. Nicht-Vornahme von „Unsicherheitsabschlägen“ - in direktem Bezug zur Kaufpreishöhe sowie im Zusammenhang mit Garantien und Gewährleistungsrechten zu sehen.

(4) Gegenstand der *Unternehmensanalyse* ⁶⁰ ist die betriebswirtschaftliche fundierte und durch entsprechende Tabellen, Diagramme und Schaubilder optisch gut aufbereitete Bereitstellung von Informationen über

- kritische Erfolgsfaktoren,
- die Stellung des Zielobjektes im Markt,
- allgemeine und spezifische Chancen und Risiken.

Regelmäßig erfolgt eine Schwerpunktbildung innerhalb der Untersuchungsfelder einer Due Diligence. Grob zu unterscheiden sind (s. Teil II):

- Commercial Due Diligence,

- Financial Due Diligence,
- Tax Due Diligence,
- Legal Due Diligence
- Environmental Due Diligence. 61)

Entscheidungsbedarf besteht jeweils bezüglich des Umfangs der Vertraulichkeit der erhaltenen Informationen (Verschwiegenheitspflicht!), bezüglich des Setzens von Schwerpunkten für die Untersuchung, der Beurteilung der Zuverlässigkeit der Informationsquellen und des Zeitbedarfs für den Erhalt der gewünschten Informationen. (Die *Finanzanalyse* befasst sich schwerpunktmäßig mit der Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage. Sie schließt die Beurteilung der Einschätzungen des Managements des Zielobjektes mit ein.

(6) Die *Vertragsanalyse* bezieht sich auf die Beurteilung eines bereits existierenden Übergabevertragsentwurfes oder auf die Darlegung der Bestimmungen, die Bestandteil eines noch zu entwerfenden Vertrages sein sollten. Schwerpunkte sind u.a.: Beschreibung des Kauf-/Verkaufsgegenstandes, Kaufpreis, Zahlung, Zeitpunkt oder Zeitrahmen der Transaktion, zugesicherte Eigenschaften, Rückrechnungsklauseln, Regelungen von Störungen der Transaktion, spätere Mitwirkungsrechte oder -pflichten (Beratervertrag), Garantien, Übertragung von Rechten. Absolute Priorität besitzt aus der Natur der Sache heraus die Ableitung und Bereitstellung von Daten für die spätere Fundierung des Kaufpreises durch entsprechende Überprüfungen (Bewertung). Je nach Auftragslage (Funktion des Auftragnehmers) ergibt sich eine andere Vorgehensweise:

Funktion	Fragestellung	Ziel	Art des Wertes	Bewertungsverfahren	
Beratung	Wie lässt sich die Verhandlungsposition verbessern?	Ableitung von Angebotswerten	Argumentationswert	Alle Verfahren	Alle Verfahren
Entscheidung	Wo ist die Grenze der Konzessionsbereitschaft	Transaktion ja oder nein?	Entscheidungswert	Minimal: Vergleichswert- / Sachwert- Verfahren	Maximal: Ertragswert- / DCF:Verfahren

Schriftlich wird im Due-Diligence-Bericht regelmäßig nur die Beurteilung des geforderten Kaufpreises, bisweilen auch die *Ableitung des Entscheidungswertes* für den Auftraggeber, behandelt. Die Kenntnis von Argumentationswerten ist zur Verbesserung der jeweiligen Verhandlungsposition erforderlich; die Ableitung dieser Werte bleibt aber regelmäßig im offiziellen abschließenden Bericht außen vor. (7) Die *Plausibilitätsprüfung* beschreibt und analysiert die getroffenen Annahmen im Kontext aller Untersuchungsfelder.

(8) Unter *Dokumentation* wird das systematische Sammeln von Daten und Urkunden verstanden. Hierzu zählen

- schriftlich abgefasste Berichte und Gutachten aus Teilbereichen der Due Diligence;
- Schriftverkehr innerhalb des Teams, mit den Auftraggebern, dem Zielunternehmen und den hinzugezogenen Beratern;
- Auflistung der wesentlichen Schwachpunkte, der ungeklärten Sachverhalte und der Risiken;
- Checklisten und Arbeitsanweisungen.

(9) Die *Berichterstattung* - z.B. in Form eines Due-Diligence-Memorandum - dient der Dokumentation der Untersuchung; die Einzelergebnisse werden übersichtlich - meist unter Verwendung von Tabellen und Abbildungen - zusammengefasst. Bisweilen umfasst die Berichterstattung nur einige wenige Seiten, wobei versucht wird, durch die gebotene Kürze die relevanten Fragestellungen und möglichen Ergebnisse auf den Punkt zu bringen bzw. hierdurch die Akzeptanz des Berichtes bei den Adressaten zu erhöhen. Alternativen, Regelungen und/oder Handlungen werden dargestellt,

die Ergebnisse werden bezüglich ihrer Bedeutung und ihrer Sicherheit bewertet. Häufig schließt die Berichterstattung mit der *Executive Summary*, einer kurzen Zusammenfassung mit den wesentlichsten Punkten ab. Diese wird – häufig mit dem Unternehmensprofil - Corporate Profile – dem Käuferkandidaten zwecks Entscheidung über Kauf oder Nicht-Kauf zur Verfügung gestellt. (10) Die *Ergebnisdiskussion* dient dem Zweck, etwaige Missverständnisse, die im Rahmen der Auftragsabwicklung oder im Rahmen der Berichterstattung entstanden sind oder entstehen könnten, aufzuklären und die Ergebnisse entsprechend dem Vorwissen bzw. dem individuellen Urteilsvermögen des/der Auftraggeber zu erläutern. Bisweilen führt dies zum Abschluss eines Kaufvertrages mit Rücktrittsklausel im Hinblick auf die Gewährung einer zusätzlichen Überlegungsfrist bzw. im Hinblick auf die Klärung noch verbleibender Unklarheiten. Letztlich orientiert sich die Ergebnisdiskussion an den möglichen greifbaren Umsetzungserfolgen, im Hinblick Auf

- die Verbesserung der eigenen Verhandlungsposition des Auftraggebers,
- die Präsentation und rechtliche Umsetzung der eigenen Argumente im Rahmen der Gestaltung des Vertragswerkes, einschließlich der Kaufpreisfindung,
- die Aufstellung von To-Do-Listen bzgl. der Einleitung von Maßnahmen im Unternehmen selbst,
- die Bestimmung von Aktivitäten vor Vertragsunterzeichnung der Verhandlungspartner,
- bisweilen: Änderung der Übernahmekonzeption, einschließlich des Verzichtes auf die geplante Transaktion.

6. Instrumente

Das Instrumentarium für die Durchführung einer Due Diligence-Untersuchung für kleinere und mittlere Unternehmenseinheiten ist auch für kleinere Einheiten von Buchprüfer- oder Wirtschaftsprüferpraxen anwendbar. Hier kommt es entscheidend darauf an, dass durch die Hinzuziehung externer selbständiger Berater und durch entsprechende Planung bzw. Aufgabenabgrenzung ein handlungsfähiges und kompetentes Team entsteht, um die in gewöhnlich kürzester Zeit durchzuführende Due Diligence-Untersuchung vornehmen zu können. Es besteht kein Anlass, dieses (mehr oder weniger) neue Betätigungsfeld im Hinblick auf kleinere Unternehmenseinheiten nur den großen Beratungsunternehmen (und Wirtschaftsprüfungsunternehmen) zu überlassen. Es zeichnet sich aber ein klarer Trend ab, dass eine bloße „Unternehmensbewertung“ bei dem speziellen Bewertungsanlass „Kauf/Verkauf eines Unternehmens oder Unternehmensanteiles“ nicht mehr kundenorientiert bzw. auftraggeberbezogen ist und somit am Markt vorbeigeht.

An erster Stelle eines Due Diligence Audit sollte die *Betriebsbesichtigung* einschließlich der Besichtigung der unmittelbaren Umgebung stehen. Die Betriebsbesichtigung kann entweder in Form einer Gesamtbegehung (stets erforderlich im Rahmen der Environmental Due Diligence) oder in einer Teilbegehung - dies dürfte der Regelfall sein, speziell bei einem auf Scherpunkte ausgerichteten Due-Diligence-Report - erfolgen; im Rahmen der Begehung muss bedacht werden, dass Altlast-Risiken auch von Nachbar-Grundstücken ausgehen können.⁶⁴) Die vor Ort gewonnenen Erfahrungen können nicht durch noch so gute statistische Aufbereitungen, Planungsrechnungen und Teilgutachten ersetzt werden. In Teilbereichen wie beim Umwelt Due Diligence ist die eigene Recherche vor Ort obligatorisch. Die Beobachtung erstreckt sich nicht nur auf Betriebsgebäude, Betriebsgelände und Verkehrslage, sondern auch auf die konkrete Ablauforganisation, MitarbeiterEinstellung, dem ersten Aufdecken von Schwachstellen und dem Setzen von Schwerpunkten für die spätere detailliertere Due-Diligence-Analyse.

Die für die Transaktion relevanten Schwerpunkte können anhand von *Interviews* mit Personen in Schlüsselpositionen des Käufer- wie des Verkäufer-Unternehmen herausgearbeitet und einer ersten Beurteilung unterzogen werden. Diese Interviews können über entsprechende Aktenvermerke (Memoranden) manifestiert werden. Bezüglich des Zeitbezuges können sich die Interviews auf historische Ereignisse, aktuelle Sachverhalte, aber auch zukünftige Planungen ausrichten. Bei mittelständisch

geprägten Unternehmen ist der Unternehmer bzw. sind die Gesellschafter die zentralen Lieferanten von Informationen; entsprechend schwieriger gestaltet sich die Informationserfassung. Ist vorgesehen, dass das bisherige Management nach erfolgter Transaktion bleibt, wird es im eigenen Interesse des Managements liegen, dem Käufer zutreffende und vollständige Einblicke in das Unternehmen zu vermitteln.

6 Neben den Spezialisten im Unternehmen können Interview-Partner insbesondere die Einrichtungen der Personalvertretung, der Umweltbeauftragte, der Werksleiter und die Geschäftsführung sein.⁶⁶⁾ Die Art der Zusammenarbeit des Unternehmens-

Management bzw. Inhabers/Gesellschafter mit dem Personalrat bietet wertvolle Erkenntnisse auf die Streitkultur innerhalb des Unternehmens bzw. auf die Motivationslage der Mitarbeiter. Im Rahmen der Environmental Due Diligence sind Gespräche mit dem Umweltbeauftragten des Unternehmens unverzichtbar. Inwieweit sich hieraus später zugesicherte Eigenschaften ableiten lassen, ist von der Beurteilung des Einzelfalls abhängig. Mittels Beschreibungen und Berechnungen (Mengen, Preise, Kennzahlen) von Sachverhalten können durch eine fundierte *Präsentation der Erfolgs- und Risikofaktoren* des Zielunternehmens in der häufig vom Auftraggeber gewünschten Kürze umsetzbare Entscheidungsunterlagen geliefert werden.

Die häufig in einem sog. Data-Room gewährte *Einsicht in die Original-Unterlagen* stellt ein weiteres effizientes Instrument im Rahmen einer Due-Diligence-Untersuchung dar⁶⁷⁾. Hierbei kommt es entscheidend auf die vereinbarte Geheimhaltung und entsprechende Überzeugung des Einhaltens dieser Verpflichtung an. Selbstverständlich will ein Käufer so viele Informationen wie möglich über das Zielunternehmen erhalten; entsprechend wenige Daten möchte i.d.R. der Veräußerer liefern, um später keine unnötigen Angriffspunkte für Vertragsverletzungen zu bieten. Die Einsicht in die Unterlagen erfordert daher später die Fixierung, inwieweit Zusicherungen aufgrund der eingesehenen Unterlagen gegeben worden sind. Im Rahmen einer Environmental Due Diligence ist die Einsichtnahme im „Umwelthandbuch“ des Unternehmens – soweit vorhanden – zur Beurteilung des Umweltmanagement- Systems von vorrangigem Interesse, weil die hier liegenden Gefahrenpotentiale nicht immer sofort erkennbar und im Hinblick auf die Vermeidung späterer Auseinandersetzungen von Bedeutung sind. Speziell im Bereich der Environmental Due Diligence sind regelmäßige Gutachten- und Sanierungskonzepte erforderlich, die hilfreich

sind, einen eventuellen Sanierungsbedarf abschätzen zu können.⁶⁸⁾

Ein wichtiges Instrument zur Durchführung einer Due Diligence ist die *Abarbeitung einer Checkliste* durch das Management des Zielunternehmens. Vorteile bei der Verwendung von Checklisten bei der Due-Diligence-Analyse sind:

- Zeitersparnis;
- Strukturierung der Auftragsdurchführung mit gleichzeitiger Arbeitsanweisung;
- geringere Gefahr des Übersehens wesentlicher Untersuchungspunkte;
- Perfektionierung bei mehrfachen Due Diligence-Untersuchungen durch schrittweise Verfeinerung. Inhalt und Umfang werden üblicherweise im Einvernehmen mit dem anderen Vertragspartner

auf Relevanz, Detaillierungsgrad und Rückgabefrist erklärt. Checklisten bieten den Vorteil, in übersichtlicher Weise prägnant und umfassend die relevanten Daten aufbereitet zu erhalten. Mit jeder neuen Transaktion pflegen die Checklisten der Analysten neu abgestimmt und in der Tendenz im Umfang größer zu werden.

Da das Management des Zielunternehmens regelmäßig nicht mit der Beantwortung der in den Checklisten enthaltenen Fragestellungen vertraut ist, empfiehlt es sich, den folgenden Hinweis voranzustellen:

„1. Bitte schicken Sie je zwei Kopien der im Folgenden genannten Unterlagen. Machen Sie ggf. kurze Angaben zu den Unterlagen. Erstellen Sie bei mehreren Unterlagen jeweils eine Liste. Geben Sie bitte an, auf welchen Punkt der Checkliste sich die Unterlagen und Informationen beziehen.“

2. Falls keine Informationen gegeben werden können, geben Sie dies bitte ausdrücklich an.

3. Das Wort „Gesellschaft“ bezieht sich im Folgenden auf ... sowie ggf. auf alle Tochtergesellschaften.“ 69) Die Verwendung leistungsfähiger Textverarbeitungs-Software bringt es mit sich,

dass immer weniger standardisierte Checklisten verwendet werden; stattdessen werden diese auf das jeweilige Zielunternehmen individuell zusammengestellt. Dies hat den Vorteil, dass durch besondere optische Hervorhebungen eine Strukturierung in Bezug auf die Wichtigkeit und die Vorrangigkeit der Bearbeitung bewirkt werden kann. 70)

Instrumente zur *Beeinflussung des Vertragswerkes* sind:

- Vereinbarungen über den Umfang von Prüfungen und Untersuchungen des Transaktionsobjektes (Investigation);
- die Verpflichtung und Bereitschaft zur Offenlegung der vom Vertragspartner gewünschten Informationen (Disclosure);
- Einigungen über die Art und den Umfang von Zusicherungen (Warranties).

Je größer die Prüfungsmöglichkeiten des Käufers und je umfassender die Offenlegung erfolgt, um so geringer brauchen in der Regel die Garantiezusagen des Verkäufers zu sein und umgekehrt. Sind trotz umfassender Prüfung und Offenlegung die Garantiezusagen des Verkäufers nach wie vor sehr hoch, besteht eine Vermutung für das Vorliegen eines Knebelungsvertrages mit der Folge der Unwirksamkeit entsprechender Klauseln.

In einem vom Analysten angeforderten *Rechtsanwaltsbestätigungsschreiben* werden sämtliche rechtliche Verfahren, die in einem Referenzzeitraum geführt wurden oder noch nicht abgeschlossen sind, aufgeführt. Die Aufstellung führt relativ schnell zu besonderen Risikoquellen und zur Beurteilung von Prozessrisiken. Es handelt sich um ein sehr aussagekräftiges Analyseinstrument. Inwieweit die Beurteilung der Prozessfreudigkeit

des Zielunternehmens Schlüsse auf rechtliche Auseinandersetzungen nach erfolgter Transaktion zulässt, lässt sich nur im Einzelfall entscheiden.

Mit einer *Vollständigkeitserklärung* erklärt die Geschäftsführung, dass sie alle zur Durchführung der Due Diligence erforderlichen Unterlagen nach bestem Wissen und Gewissen zur Verfügung gestellt, keine relevanten Unterlagen zurückgehalten und dem Auftragnehmer die zur Erledigung dieses Auftrages geeigneten Auskunftspersonen benannt hat. Dadurch wird die Geschäftsführung der Gefahr ausgesetzt, durch falsche Erklärung Potential für spätere rechtliche Auseinandersetzungen zu liefern.

Je nach Bedeutung und Umfang des erteilten Auftrages empfiehlt sich folgende Ergänzung: „Die Geschäftsführung bestätigt, dass die Ihnen überlassenen Planungs- und Prognoserechnungen nach unserer Überzeugung auf realistischen Prämissen basieren, diese Berechnungen seit Jahren in unserem Unternehmen genutzt

und nicht speziell für Ihren Auftrag modifiziert wurden. Die vorgelegten Jahresabschlüsse entsprechen in vollem Umfang der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens und werden in dieser Form dem Wirtschaftsprüfer zur Prüfung vorgelegt.“

Benchmarking ermöglicht durch den Vergleich des Zielobjektes mit anderen Unternehmen neben kleinen Schritten für Teilbereiche der Untersuchung auch Quantensprünge der Verbesserung der Informations- und Beurteilungslage⁷¹). Benchmarking ist die Messung und der Vergleich signifikanter Kennzahlen eines Unternehmens zu einem vergleichbaren anderen Unternehmen mit dem Ziel, Entscheidungen

des Adressaten für Verbesserungen und anderen Entscheidungen

(z.B. Kauf/Nicht-Kauf) zu liefern. Benchmarking ist im Rahmen der Due Diligence ein systematischer, strukturierter, einmaliger Analyseprozess zum Vergleichen von

- Produkten, Dienstleistungen,
- Arbeitsprozessen, Operationen,
- Funktionen,
- Geschäftspraktiken

des Zielunternehmens mit Unternehmen, die als „Best in Class“ oder „Representing

best Practices“ eingestuft werden. Das Problem besteht in der Ableitung signifikanter Verhältniszahlen sowie in der Beschaffung entsprechender Daten von vergleichbaren Unternehmen. Ist der potentielle Erwerber ein Wettbewerber, so bezieht sich regelmäßig das Benchmarking auf den Vergleich zwischen den signifikanten Verhältniszahlen

im Zielunternehmen mit denen des potentiellen Erwerbers.⁷²⁾ Allerdings kann auch ein internes „Benchmarking“ zu relevanten Erkenntnissen im Rahmen der Due Diligence-Untersuchung führen, wenn es sich beim Zielunternehmen um ein multidivisionales oder internationales Unternehmen mit verschiedenen Standorten oder mit verschiedenen Produktlinien gleichartiger Prozesse handelt. Am effizientesten ist ein konkurrenzbezogenes Benchmarking, die einem potentiellen Erwerber die Chance bietet, Defizite im Zielunternehmen im Hinblick auf die Leistungserstellung aufzuzeigen. Bedacht werden muss, dass bei der künftigen Beseitigung von Defiziten aus dem Benchmarking negative Auswirkungen anderer Art (Motivationslage der Mitarbeiter), Verkomplizierungen oder Aufbürden neuer Aufgabenfelder in anderen Teilbereichen der Leistungserstellung zu vermeiden sind. Auf der anderen Seite muss gesehen werden, dass Erkenntnisse aus einem Benchmarking auch für einen Verkäufer nutzbar sind, weil er gegenüber dem potentiellen Erwerber auf eine hieraus in der Zukunft erzielbare erhöhte Ertragskraft verweisen kann.

Die *Nutzung externer Informationsquellen* kann die Recherche vor Ort und die Einbindung von Personen des Zielunternehmens auf ein Minimum reduzieren. Hierzu gehören im Einzelnen:

- veröffentlichte Jahres- und Konzernabschlüsse einschließlich Lageberichte und Geschäftsberichte;
- Einholung von Handelsregister-Auszügen;
- Abfragen von Auskunftsteilen (z.B. D & B, Creditreform);
- Recherchen in Datenbanken (Handelsblatt, FAZ);
- Befragung von Banken, Fachvermittlern, branchenorientierten Unternehmensberatern.

Eine früh angesetzte Nutzung externer Informationsquellen kann bereits eine frühzeitige Identifizierung von *Deal-Breakers*, also zur Nicht-Aufnahme oder zum Abbruch von Verhandlungen, aber auch zur Identifizierung von (ggf. neuen) Untersuchungsschwerpunkten führen.

7. Commercial Due Diligence

Die Commercial Due Diligence bezieht sich auf *marktbezogene Analysen* der Produkte und/oder Dienstleistungen, der Effizienz des Vertriebes (Marketing) und der Marktbedingungen eines Unternehmens. Sie ist eine betriebswirtschaftliche und rechtliche Untersuchung zur Ermittlung der Vorteilhaftigkeit einer Transaktion für einen potentiellen Erwerber unter rein geschäftlichen Gesichtspunkten.

Im Laufe der letzten Jahrzehnte hat sich in den relevanten Märkten die Erkenntnis durchgesetzt, dass der Wert der materiellen Wirtschaftsgüter im Verhältnis zu den immateriellen Wirtschaftsgütern (geprägt durch Unternehmenskultur, Image, Kundentreue und Markenpolitik) an Bedeutung verloren hat. Das Problem besteht nun darin, dass diese „*intangible attributes*“ mangels Konkretisierung erheblich schwieriger zu identifizieren, abzuschätzen und zu bewerten sind.

Betriebswirtschaftliche Fragestellungen im weiteren Sinne stehen im Vordergrund dieses Untersuchungsabschnittes. Bei Großunternehmen richtet sich der Blick des Untersuchungsteams auf die Beurteilung der Planungs- und Prognosetechniken sowie des Frühwarnsystems des Unternehmens. Einen Schwerpunkt der Untersuchung bildet die Wettbewerbsstruktur der betreffenden Branche und das durch Veränderungen der Marktbedingungen und der Gesetzgebung bestehende Absatzrisiko. Die Produkte und Dienstleistungen sind im Hinblick auf die Bedrohung durch Ersatzprodukte und Ersatzdienstleistungen zu analysieren. Die Einschätzung der Verhandlungsstärke der Lieferanten und der Abnehmer bedarf einer detaillierten Beschreibung und Einschätzung.

Die bestehende und ggf. eine in Zukunft veränderte *strategische Ausrichtung* des Zielunternehmens sollte im Rahmen eines Top-Down-Ansatzes vorab beurteilt werden. Im Vordergrund der Analysen stehen bei Industrieunternehmen und mittleren Unternehmen die Attraktivität und Lebenszyklen der Produkte und/oder Dienstleistungen (Portfolioanalysen).

Bei Produktions- und Handelsunternehmen „spielt die Musik“ häufig im Bereich der Identifikation und Abschätzung der *Synergie-Effekte* für den Fall, dass die Transaktion im Wege der Fusion oder Eingliederung durchgeführt wird. Dabei sind die Transaktionen zu antizipieren und die möglichen Synergien bzw. Dissynergien entlang der Wertschöpfungskette abzuschätzen. Die wichtigsten Bereiche im einzelnen sind:

1. *Forschung und Entwicklung*: gemeinsame Produktentwicklung, Know-How-Übertragung;
 2. *Beschaffungssektor*: günstigere Preise (Preisabgleich), Volumen, Optimierung der Logistik;
 3. *Produktion/Leistungserbringung*: Optimierung der Standorte, arbeitsteiligerer Produktion, Reduzierung der Durchlaufzeiten;
 4. *Marketing*: Optimierung der Vertriebsorganisation und Marktbearbeitung, Nutzung Kundenkontakte;
 5. *Versand*: Optimierung der Logistik;
 6. *Verwaltung*: Zentralisierung von Verwaltungsfunktionen (Buchhaltung, Controlling).
- Synergiepotentiale sind regelmäßig am höchsten im Produktionsbereich im Hinblick auf höhere Losgrößen und Erzielung günstigerer Beschaffungspreise durch größere Marktnachfrage; sie sind am geringsten im Bereich der Verwaltung im Hinblick auf mögliche Reibungsverluste und Widerstände auf Mitarbeiterebene bzw. im Hinblick auf erforderliche Abfindungen.

Die Fragestellungen in Bezug auf *Technik und Produktion* beziehen sich auf mögliche Strukturveränderungen, insb. auf Veränderung von Produktionstiefe und Produktionsbreite. Soweit im Unternehmen ein Qualitätsmanagement existiert, wäre dieses zu analysieren. Bei einer Zertifizierung sollte Einsicht in die hierzu erarbeiteten Unterlagen (Handbuch, Kontrollmechanismen) genommen werden. Die Bewertung der Attraktivität von Produkten und Märkten kann mit einer Konkurrenzanalyse und mit Benchmarking verbunden werden.

Durch Hinzuziehen von Branchenspezialisten kann die *Leistungsfähigkeit des Vertriebes* fachkundig beurteilt werden, wobei das Augenmerk auch auf eine Vertriebsnetzanalyse

und auf die Anpassungsfähigkeit des Vertriebes bei Veränderung der Märkte gelegt werden sollte. Die Bewertung der relativen Stärke im Vergleich zum Wettbewerb gibt Auskunft, ob für potentielle Käuferkandidaten Chancen zur Erlangung der Marktführerschaft existieren, und ob für diese die Transaktion eine Investition in eine Wachstumsbranche darstellt (= bei nutzenorientierten Bewertungsverfahren: Ableitung von Wachstumsabschlägen vom Basiszinssatz) oder ob für diese lediglich eine „Cash-Cow-Strategie“ angezeigt ist.

Die Beurteilung der *Veränderung der Wettbewerbssituation* am Markt nach Durchführung der Transaktion ist nicht nur für evtl. kartellrechtliche Überlegungen, sondern auch für die Realisierung von Monopolrenten bzw. Bildung von Oligopolen von Bedeutung. Der Verkauf (oder sogar die Aufgabe) einzelner Geschäftsbereiche kann die notwendige Konsequenz von Marktanpassungen bzw. das Ergebnis einer optimierten strategischen Ausrichtung sein.

Die *Leistungsfähigkeit von Logistik und Einkauf* ist im Wege des Benchmarking zu beurteilen. Bei Fusionen können hier enorme Einsparungspotentiale realisiert

werden. Hier werden denn auch meist Synergieeffekte diskutiert, deren Realisierung später als fragwürdig oder gar unmöglich erscheint.

Ein weiteres Untersuchungsfeld kann die *Beurteilung des Personalbestandes sowie der Ablauf- und Aufbauorganisation* des Unternehmens sein. Dies gilt weniger, wenn ohnehin Restrukturierungsmaßnahmen angestrebt werden bzw. Fusionsüberlegungen

dominieren. In diesen Fällen ist es wichtiger, potentielle Organisationswiderstände in der target company zu ermitteln.

Seit jüngster Zeit besteht ein Trend zu einem höheren Anteil an *branchenbezogenen Due Diligence-Untersuchungen*. Der Grund liegt darin, dass Branchenunkundige kaum bestehende oder auch künftig eintretende Risiken bzw. Chancen zuverlässig abschätzen können. Dieser Trend wird mit Sicherheit im Hinblick auf weitere Spezialisierungs- und Globalisierungstendenzen anhalten. Ein Beispiel hierfür sind die Due Diligence-Untersuchungen bei High Tech-Unternehmen, die nach Ansicht verschiedener Autoren eine statische und dynamische Kennzahlenanalyse der „Technologie-Bilanz“ und eine Beurteilung anhand eines technologischen Ratings erfordern.⁷³⁾ Mit Blick auf den Trend erhöhter branchenspezifischer Due Diligence-Untersuchungen

kommt es vermehrt auf das richtige Mix von „Generalisten“ und „Spezialisten“ im Due Diligence-Team an.

8. Financial Due Diligence

Alle relevanten Gesichtspunkte monetärer Art, auch die durch die Transaktion selbst ausgelösten finanzwirtschaftlichen Geldströme, sind bei der Financial Due Diligence im Hinblick auf die Vorteilhaftigkeit einer Transaktion zu beurteilen. Sie bezieht sich im wesentlichen auf die Analyse der folgenden *Themenkomplexe*, wobei je nach Auftragsumfang

weitere Schwerpunktbildungen bzw. Ergänzungen angezeigt sind:⁷⁴⁾

- Daten für Bereinigungsrechnungen,
- Analyse der Ertragslage,
- Analyse der Vermögenslage,
- Analyse der Finanzlage,
- Cash Management,
- Identifikation versteckter Risiken,
- Planungsrechnung(en), - Kritische Erfolgsfaktoren,
- Management-Informations-Systeme,
- Synergieeffekte,
- Kaufpreishöhe.

Der Untersuchungszeitraum umfasst in der Regel die vergangenen und künftigen drei bis maximal fünf Wirtschaftsjahre.

(1) Um die Aussagekraft nachfolgender Analysen zu erhöhen, werden die *Daten für Bereinigungsrechnungen* am besten vorab geklärt. Zu thematisieren und zu analysieren sind hier die Angemessenheit von Leistungsbeziehungen zwischen Unternehmen und Anteilseigner- und Geschäftsführerebene, einschließlich - soweit für eine Beurteilung relevant - deren Verwandten und Bekannten. Die Berechtigung von Konzernumlagen, aber auch die Nichterhebung von Kostenumlagen im Konzern sowie der Umfang eines sich abzeichnenden Wegfalles von konzerninternen Unterstützungshandlungen

sind kritisch zu hinterfragen, ebenso Umsätze an verbundene oder „befreundete“ Unternehmen, die nicht zum Transaktionsumfang gehören. Ein weiteres Schwerpunktthema bilden die Bilanzierungsattitüden der Vergangenheit bei der Realisierung von Wahlrechten für die Aktivierung bestimmter Gemeinkosten im Rahmen der Herstellungskosten, der Bildung von Rückstellungen der Abschreibungspolitik

u.ä.. Eine Sonderstellung nehmen stets die Kosten für Forschung und Entwicklung sowie für Werbekampagnen ein. Einmalige (d.h. aperiodische und betriebsfremde) Aufwendungen und Erträge wie Restrukturierungsaufwendungen, Maßnahmen für Sanierungen, Abfindungen und der Änderung von Bilanzierungs und Bewertungsmethoden sind zu eliminieren.

(2) Die *Analyse der Ertragslage* umfasst zunächst die Festlegung und Beurteilung eines Referenzzeitraumes (z.B. drei bis maximal fünf Wirtschaftsjahre), um aussagekräftige Trends zur Beurteilung der künftigen Ertragskraft ableiten zu können.

Die einzelnen Positionen der Ertrags- bzw. Überschussrechnungen sind auf Einsparungspotentiale

bzw. Ertragsausweitung (Umsatzausweitung aufgrund der Mengen- und/oder Preiskomponente) zu untersuchen. Schwerpunkte der Untersuchung sind: Analyse der wichtigsten Kunden, der umsatzstärksten Produkte, Preis- und Managemententwicklung der Produkte, Dienstleistungen, Rohstoffe und Personalkosten.

(3) Im Rahmen der *Analyse der Vermögenslage* ist von Bedeutung, die bisherige Richtung der Bilanzierungspraktiken („Bilanzierungsattitüden“) zu erkennen, Bilanzposten auf stille Reserven bzw. nicht bilanzierte Risiken zu analysieren und den Umfang des gesondert zu bewertenden bzw. rechtlich zu behandelnden Vermögensgegenstände zu bestimmen.⁷ Themen sind: stille Reserven, gegebene Garantien und Gewährleistungen, Pensionsrückstellungen, drohende Verluste aus schwebenden Geschäften, Restrukturierungskosten, Rekultivierungsmaßnahmen, Vollständigkeit

der Liste aller Sachversicherungsverträge im Hinblick auf das außerordentliche Kündigungsrecht

von einem Monat ab Eigentumsübergang gem. § 70 Abs. 2 Satz 2 VVG.

(4) Die *Analyse der Finanzlage* umfasst, statisch betrachtet, die Ermittlung und Beurteilung der gewährten und in Anspruch genommenen Kredite, der eingeräumten Kreditlinien und der gegebenen Sicherheiten sowie der potentiellen Sicherungsmöglichkeiten zur Erhöhung der Kreditlinien bzw. der Gewährung von Darlehen.

Quartalsübersichten im Hinblick auf die Entwicklung der Liquidität, der Cash-flow's, der Deckungsbeiträge bzw. der Erträge (im Sinne der Ergebnisse der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit) sowie des Working Capital (Umlaufvermögen ./ kurzfristige Verbindlichkeiten)

bieten eine gute Basis für die Erkennung wichtiger Trends im Bereich der Finanzwirtschaft eines Unternehmens.

(Die *Analyse des Cash Management* bei Großunternehmen führt zur Beurteilung des unternehmerinternen Budgetings, des Cash Poolings, des Financial Risk Management und der gesamten Treasury Organisation.

Ziel eines zentralen Cash-Management (= zentralisierte Konzernfinanzierung) ist die Sicherstellung eines optimalen unternehmensinternen Liquiditätsausgleiches. Hintergrund ist die Möglichkeit, auch im Finanzierungsbereich Synergieeffekte realisieren zu können. In großen Konzernen ist Cash-Management eine Selbstverständlichkeit.

Wie aber große Firmenzusammenbrüche und Insolvenzen zeigen („Vulkan/ Bremen“), sind selbst für die Abschlussprüfer die möglichen Risiken eines Cash-Managements nicht immer auf den ersten Blick erkennbar. Die Risiken ergeben sich aus der betriebswirtschaftlichen Interessenlage (Gewinnmaximierung) und juristischen Haftungstatbeständen.⁷⁶ Die betriebswirtschaftlichen Aspekte beziehen sich auf die Erhöhung der Liquidität, der Rentabilität und der Sicherheit. Instrumente des Cash-Managements sind

- das „*Netting*“ (Minimierung der konzerninternen Zahlungen und der Zahlungstransferkosten durch Clearing) sowie

- das „*Pooling*“ (konzernweite Steuerung der Guthaben bzw. Verbindlichkeiten mit dem Ziel einer möglichst geringen Kosten- und Zinsbelastung für das Unternehmen).

Juristisch stellt die Sicherstellung der Überlebensfähigkeit einer abhängigen Gesellschaft die Schranke des hierfür erforderlichen Weisungsrechtes nach § 308 AktG

in einem Konzern dar.⁷⁷)

(6) Zur *Identifikation versteckter Risiken* im Rechnungswesen bzw. in den vorgelegten Zahlenwerken (Buchführung, Bilanzen, Cash-flow-Rechnung) ist es regelmäßig erforderlich, Einblicke in die letzten Berichte von Außenprüfungen, Umsatzsteuersonderprüfungen,

Lohnsteueraußenprüfungen und Prüfungen der Sozialversicherungsträger zu nehmen. Insbesondere ist es auch nicht zu verwehren, wenn be-

stimmte Bilanzpositionen nach versteckten Risiken im Hinblick auf Betrugsfälle - je nach Unternehmen bzw. Unternehmensart - trotz testierter Jahresabschlüsse unter

die Lupe genommen werden. Von vorsätzlich und geschickt vorgenommenen Betrugsfällen oder herbeigeführten Schieflagen gab es in der Vergangenheit zahlreiche Fälle.⁷⁸⁾ Häufig hilft eine Motivforschung für den Anlass des Verkaufes.

Das Fremdwährungs- und Zins-Management bedürfen, wenn vorhanden, der besonderen Untersuchung. Versteckte Risiken bestehen bisweilen in nicht bilanzierten Haftungsverhältnissen, drohenden Nachzahlungsverpflichtungen wegen Beschäftigung illegaler oder nicht vorhandener Mitarbeiter sowie freier Mitarbeiter bei Vorliegen von Scheinselbständigkeit, und sonstigen finanziellen Verpflichtungen, insbesondere als Eventualverbindlichkeiten gem. § 251 HGB aus

- Bürgschaften,
- Gewährleistungsverträgen,
- Anzahlungsgarantien,
- Verbindlichkeiten aus schwebenden Geschäften,
- potentiellen Ausgleichsansprüchen gem. § 89 b HGB von Handelsvertretern,
- Verpflichtungen aus der betrieblichen Altersversorgung,⁷⁹⁾
- Verpflichtungen aus dem GmbH-Eigenkapitalersatzrecht gem. §§ 30, 31 GmbHG.

Zu erfassen sind sowohl die einzelvertraglichen als auch die kollektivvertraglichen vom Unternehmen in Kraft gesetzten Vorruhestandsvereinbarungen, Versorgungszusagen, Direktversicherungsverträge und Verpflichtungen gegenüber einer Unterstützungs- oder Pensionskasse. Als Daumenregel gilt, dass - nicht zuletzt aus steuerlichen Gründen - die in Deutschland bilanzierten Verpflichtungen aufgrund der betrieblichen Altersversorgung um rund ein Drittel zu niedrig angesetzt werden. Zu beachten ist, dass zu einem betrieblichen Versorgungswerk durch den arbeitsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz mehr Begünstigte gehören können, als zum Zeitpunkt des Verkaufs erfasst sind. Die Schließung eines Versorgungswerkes ist an zahlreiche Formvorschriften und Zustimmungserklärungen gebunden, so dass entsprechende

Schließungen von Versorgungswerken in Anbetracht des beabsichtigten Unternehmensverkaufes erhebliche Risiken bergen.

(7) Die in der Planung und/oder Entwicklung befindlichen Projekte im Zielunternehmen sind - je nach Bedeutung - zu beschreiben und nach Kosten, Ertrag und Zeitraum zu beurteilen. Bereits bestehende *Planungsrechnung(en)* sind zu beurtei-

len, etwaige erforderliche, aber nicht verfügbare Planungsrechnungen neu zu erstellen. Arbeitsrückstände und verfügbare Kapazitäten zur Leistungserstellung stellen wichtige Beurteilungskriterien dar. Anhand von Soll- /Istvergleichen vergangener Planungsrechnungen kann die Korrektheit der bestehenden Planungsrechnungen im Sinne der Analyse der Planungstreue beurteilt werden. Das Zahlenmaterial und die Methoden für die Planungsrechnungen (Extrapolation, Marktanalyse, Statistiken) sind auf Angemessenheit, Genauigkeit und Aussagekraft zu beurteilen, um falsche Schwerpunktbildungen zu vermeiden. Alarmzeichen für weitergehende Analysen sind Umsatzerhöhungen bei einzelnen Produkten und/oder Märkten bei sinkender Umsatzrentabilität, höhere Über- und Unterkapazitäten, Hockey-Stick-Schätzungen. Schwer zu beurteilende Bereiche sind die Durchsetzbarkeit von Preiserhöhungen und die Entwicklung von Preisen und Löhne/Gehälter auf der Beschaffungsseite.

Bei Zukunftsrechnungen sind Auswirkungen in rechtlicher Sicht auf direkt oder indirekt zu fordernde oder erhaltene Garantien bzw. als zugesicherte Eigenschaften zu beachten. Erfolgt andererseits die Unternehmensbewertung nach einem nutzenorientierten Bewertungsverfahren (Ertragswertverfahren, DCF-Verfahren), ist die Ableitung künftiger finanzieller Zielbeiträge im Hinblick auf die erforderliche Diskontierung unumgänglich.

(8) Zur Beurteilung der nachhaltigen Ertragskraft eines Unternehmens ist die Kenntnis und Beurteilung der *kritischen Erfolgsfaktoren* (KEF) von besonderer Wichtigkeit. Zweckmäßigerweise können diese meist am schnellsten im Wege der Diskussion mit der Geschäftsführung ermittelt werden. ABC-Analysen für Produkte

(nach Menge und wertmäßigem Absatz), Kunden und Märkte sind angezeigt. Aussagekräftige

Analyseergebnisse ergeben sich aufgrund eines branchenbezogenen Benchmarking. Erfolgsfaktoren bzw. Risikofaktoren können sich ferner auf der Beschaffungsseite

(Lieferanten, Personalstruktur sowie durch vertragliche Bindungen der Kunden) ergeben.

(9) Die Beurteilung der unternehmensinternen *Management-Information-Systeme* im Hinblick auf die Verlässlichkeit der vorgelegten Zahlenwerke setzt zweckmäßigerweise an dem vorhandenen (oder noch zu erstellenden) Organigramm sowie der Darstellung und Beurteilung der eingesetzten Hard- und Software im Unternehmen an. Ohne unternehmensangemessenen Einsatz von EDV (SAP?, DATEV?, Controlling-Software?) lässt sich ein aussagekräftiges Budgeting und Reporting kaum realisieren.

(10) Schwer zu beurteilen sind künftige finanzielle Zielbeiträge, die durch das Ausnutzen von *Synergie-Effekten* erzielt werden sollen (beispielsweise durch Aufgabenzentralisierung,

Know-How-Transfer, Marktvereinigungen). Hier sind detaillierte Planungsrechnungen erforderlich, die auf die einzelnen Elemente der Wertschöpfungskette (Produktion, Vertrieb, Werbung usw.) eingehen; zu beachten ist auch das Entstehen von negativen Synergie-Effekten, insbesondere wenn das alte und das neue Management des Käuferunternehmens nicht harmonieren oder Unverträglichkeit im Hinblick auf das Produktionsverfahren oder im Hinblick auf das EDV-System besteht. (11) Unter marktpreispolitischen Aspekten ist bezogen auf die - noch festzulegende oder zu untersuchende - *Kaufpreishöhe* hinsichtlich der Angemessenheit bzw. Vorteilhaftigkeit zwei Aspekten besondere Aufmerksamkeit zu schenken:

1. Bezogen auf die Verkäuferposition:

- Beurteilung der Dringlichkeit der Wünsche der Kaufinteressenten, das Unternehmen bzw. die Anteile zu übernehmen sowie
- Anzahl und finanzielle Potenz der Kaufinteressenten;

2. Bezogen auf die Käuferposition:

- Beurteilung der Dringlichkeit der Wünsche bzw. Druck des Verkäufers, das Unternehmen bzw. die Anteile zu veräußern sowie
- Anzahl und finanzielle Potenz eventueller Mitbewerber in Bezug auf die Transaktion.

Für die Preisbestimmung ist letztlich weniger die Güte von Sachverständigengutachten oder die Höhe der historischen Anschaffungskosten bzw. die Beurteilung der künftigen Ertragskraft als folgende vier Grundelemente vielmehr maßgeblich:

1. Verhandlungsgeschick (Präferenzen in persönlicher Sicht),
2. Druck auf Durchführung der Transaktion (Zeitpräferenzen),
3. Konkurrenzsituation im Hinblick auf die durch die Transaktion veränderten Marktanteile,
4. Vorhandensein oder Verschaffung einer günstigen Finanzierung.

Geht die Initiative vom Verkäufer aus, so hat er zwei Alternativen:

1. das Auktionsverfahren (öffentliche oder kontrollierte Auktion) oder
2. die Exklusivverhandlung.

Geht die Initiative vom Käufer aus, so ergeben sich als Alternativen:

1. Erkunden der Gesprächsbereitschaft und Aufnahme von Übernahmeverhandlungen oder
2. indirekte Einflussnahmen auf die Verkaufsbereitschaft (Druck über Banken, Lieferanten, Kunden, letztlich: Hostile-Takeover-Versuch).

9. Tax Due Diligence

Tax Due Diligence umschreibt die umfassende Untersuchung und Ermittlung der steuerlichen Aspekte eines bestehenden Unternehmens, dessen Veräußerung bzw. Erwerbes und der diesen innewohnenden Risiken und Möglichkeiten zur zukünftigen Steueroptimierung⁸⁰). Dabei wird zweckmäßigerweise zwischen temporären

und endgültigen Steuereffekten unterschieden

Im Rahmen der Tax-due Diligence bietet sich eine Strukturierung der Analyse wie folgt an:

- Analyse der steuerlichen Situation der Vergangenheit;
- Analyse der aktuellen steuerlichen Situation des Zielunternehmens;
- Analyse bezüglich Risiken aus Außenprüfungen der Finanzämter und ähnlichen Prüfungen;
- Analyse der steuerlichen Wirkungen der Transaktion, und zwar in der Form wie vorgegeben sowie von Alternativen;
- Analyse der steuerlichen Situation nach erfolgter Transaktion.

Im Hinblick auf die Vermeidung von Überschneidungen wird im Folgenden dieser Strukturierung nicht gefolgt, vielmehr themenbezogen der steuerliche Bereich abgehandelt.

Im Rahmen der Tax Due Diligence wird die *Beurteilung des internen Rechnungswesens*, soweit diese nicht bereits im Rahmen der Financial Due Diligence erfolgt ist, mit einbezogen. Es muss sichergestellt sein, dass die Informationen des Rechnungswesens ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild des Unternehmens in der Vergangenheit liefern, und dass - hierauf aufbauend - zukünftige Planungsdaten sicher abgeleitet werden können. Hierzu bedarf es der Beurteilung des internen Buchführungs- und Berichtssystems einschließlich des internen Kontrollsystems. Neben (möglichst testierten) Jahresabschlüssen können in der Regel mit Zustimmung der verantwortlichen Personen im Zielunternehmen auch die Prüfungsberichte und die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers eingesehen werden. Wertvolle Hinweise bietet in der Regel der *Management Letter*, hier handelt es sich um ergänzende Bemerkungen zum Prüfungsbericht und Verbesserungsvorschläge an die Organe der zu prüfenden Gesellschaft durch den externen Abschlussprüfer. Die Identifikation von Abweichungen zwischen Buch- und Marktwerten der Wirtschaftsgüter, insbesondere im Anlagevermögen und bei nicht betriebsnotwendigen Vermögensteilen, zeigt die stillen Reserven auf, die möglicherweise zu versteuern sind. Zentrales Ziel ist es, die das bisherige Ergebnis positiv oder negativ beeinflussenden Faktoren zu identifizieren und entsprechende steuerliche Auswirkungen nach erfolgter Unternehmenstransaktion aufzuzeigen. Käufer und Verkäufer verfolgen das Ziel, aus ihrer jeweiligen Interessenlage heraus die steuerlichen Folgen aus Anlass der Transaktion zu optimieren, was zu erheblichen Konflikten führen kann.

Bei Kapitalgesellschaften spielt das Institut der verdeckten Gewinnausschüttung (vGA) eine erhebliche Rolle, speziell, wenn das Unternehmen in Geschäftsbeziehungen zum Ausland oder zu Mutterunternehmen oder Schwesterunternehmen stand und die Verrechnungspreise nicht marktmäßig orientiert waren (transfer pricing). Wegen der sich ständig verschiebenden Rechtslage aufgrund von Rechtsprechung und Gesetzgebung, ist es dringend geraten, einen Steuerspezialisten hinzuzuziehen

Ein wesentliches *Kaufentscheidungskriterium* für den Käufer stellt die Möglichkeit dar, den Kaufpreis ganz oder teilweise gewinnmindernd abzuschreiben zu können, was z.B. bzgl. des Abschreibungsvolumens bei einem Asset-Deal - einschließlich des Kaufes einzelner Anteile an einer Personengesellschaft der Fall ist. Das Interesse aus Verkäufersicht liegt darin, einen Teil des Verkaufserlöses steuerfrei oder steuerbegünstigt zu erhalten, so beispielsweise der Verkauf von Anteilen an Kapitalgesellschaften im Rahmen des § 17 EStG.

Auf die Anschaffungskosten von Anteilen einer Kapitalgesellschaft (Share Deal) sind steuerlich und handelsrechtlich keine Abschreibungen vorzunehmen, da es sich nicht um ein abnutzbares Wirtschaftsgut handelt. Allenfalls kann eine Teilwertabschreibung im Rahmen der vom Gesetzgeber nunmehr sehr restriktiv gehandhabten Kriterien möglich sein.

Es stellt sich daher häufig die Frage, ob nicht durch legale Gestaltungsweisen im Vorhinein oder erst später, nach erfolgter Transaktion, „zukünftiges Abschreibungsvolumen“, das sich steuermindernd auswirken würde, geschaffen werden kann und somit der Asset Deal statt des Anteilerwerbs eine bessere Alternative darstellt. In der Regel präferiert ein Erwerber den Kauf einzelner Wirtschaftsgüter (Asset Deal) mit den Gestaltungsalternativen „Kaufpreisabschreibung“⁸² bzw. „interner Asset Deal“ schon aus finanzierungstechnischen und risikominimierenden Gründen.⁸³ Hier ist die steuerliche Situation des Verkäufers im Hinblick auf die Erreichung der (seit 1.01.1999 erheblich eingeschränkten) Steuervergünstigung gem. § 34 EStG zu beachten. Erhebliche Risikopotentiale beim Share Deal ergeben sich aus der Aufdeckung verdeckter Gewinnausschüttungen anlässlich einer späteren Außenprüfung der Finanzverwaltung; zu thematisieren sind: Beachtung der formalen Kriterien (zivilrechtlich wirksam, wie unter fremden Dritten, klar und im Voraus abgeschlossene Vereinbarung), Verrechnungspreise, Gesellschafter-Fremdfinanzierungen (§ 8a KStG), Zins- und Gehaltszahlungspausen, Tantiemen.

Für den *Veräußerer* (Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft) stellt sich einkommensteuerlich der Share Deal gegenüber dem Asset Deal regelmäßig als die günstigere Variante dar, wenn

- die Anteile aus dem Privatvermögen oder
- als 100 %-ige Beteiligung aus seinem Betriebsvermögen (§ 34 Abs. 2 Nr. 1 i.V.m. §16 Abs. 1 Nr. 1 EStG) veräußert werden.

Der Veräußerer muss ferner die Folgen einer steuerlichen Entstrickung für die stillen Reserven im Rahmen einer Betriebsaufspaltung beachten, wenn nur das Betriebsunternehmen veräußert wird.

Im Einzelnen ergeben sich aus Sicht eines Investors folgende steuerliche Interessenlagen:

- *Asset Deal/Kauf eines Einzelunternehmens oder von Anteilen an einer Personengesellschaft:*
 - Vorteil durch Kaufpreisverteilung auf Einzelwirtschaftsgüter je nach Abschreibungszeitraum,
 - Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten,
 - Erhalt gewerbesteuerlicher Verlustvorträge (bei Anteilskauf).
- *Share Deal/Kauf von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft:*
 - Abschreibbarkeit mitbezahlter stiller Reserven,
 - Realisierung übernommener KSt-Guthaben,
 - Verwertung übernommener Verlustvorträge,
 - auf der Ebene der erworbenen Gesellschaft durch Veräußerung der Einzelvermögensteile und nachfolgender Liquidation (Kombinationsmodell) oder auf der Ebene des Gesellschafters durch Rechtsformwechsel der erworbenen Gesellschaft (Umwandlungsmodell);
 - Ablauf der 5-Jahres-Frist für Ergebnisabführungsverträge gem. § 14 Nr. 4 KStG zur Vermeidung der rückwirkenden Nichtanerkennung der Körperschaftsteuerlichen Organshaft;
 - Minderung des Anteilswertes wegen des Sperrbetrages nach § 50 c EStG (für den Erwerber ist es regelmäßig von Vorteil, die zur Erreichung der Buchwertaufstockung notwendigen Gestaltungen so lange hinauszuzögern, bis die 10-Jahres-Frist des § 50 c EStG abgelaufen ist); ⁸⁴)
 - für den Erwerber die günstige Zusammensetzung des steuerlichen Eigenkapitals; insbesondere sind positive Bestände an EK40 (EK45, EK50) zu einem positiven Sonderwert zusammenzufassen, sofern für den Erwerber eine Mobilisierung der Körperschaftsteuer-Anrechnungsguthaben möglich ist (beispielsweise durch die Veräußerung nicht-betriebsnotwendiger Wirtschaftsgüter oder durch das „Schütt-Aus-Hol-Zurück-Verfahren“,

- Vermeidung der Grunderwerbsteuerpflicht für Immobilien durch Vermeidung des Erwerbes „aller“ Anteile,
- Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten.

Grundzüge steuerlicher Überlegungen aus Sicht des Veräußerers sind:

A. Verkauf ganzer Betriebe und Teilbetrieben:

- Erlangung der Veräußerungsbesteuerung gem. § 34 EStG (Progressionsglättung),
- Gewerbesteuerfreiheit nach § 7 GewStG, ausgenommen bei § 18 Abs. 4 UmwStG, was die Einstellung der bisher ausgeübten Tätigkeit voraussetzt;
- Probleme bei stillen Reserven des Sonderbetriebsvermögens (steuerliche Entstrickung bei Überführung von Wirtschaftsgütern ins Privatvermögen).

B. Verkauf von Anteilen an Personengesellschaften :

- Erlangung der Veräußerungsgewinnbesteuerung gem. § 34 EStG (Progressionsglättung),
- Gewerbesteuerfreiheit, ausgenommen bei § 18 Abs. 4 UmwStG,
- Grunderwerbsteuerpflicht für Immobilien gem. § 1 Abs. 2 a GrErwStG, wenn innerhalb der 5-Jahres-Frist 95 % oder mehr der Gesellschaftsanteile übertragen worden sind,
- bei Kapitalgesellschaften als Verkäufer keine Gewerbesteuerfreiheit (Abschn. 41 Abs. 2 Satz 3 GewStR).

C. Verkauf von Anteilen an Kapitalgesellschaften:

a) Verkäufer = natürliche Person oder Personengesellschaft:

- steuerfrei, wenn nicht wesentlich beteiligt und Anteile im Privatvermögen,
- Erlangung der Progressionsglättung gem. § 34 EStG, wenn wesentliche Beteiligung im Privatvermögen oder 100 %-Beteiligung im Betriebsvermögen oder einbringungsgeborener Anteil (aber beschränkt durch § 21 Abs. 1 S. 4 UmwStG),
- Gewerbesteuerfreiheit bei Anteilen im Betriebsvermögen bei einbringungsgeborenen Anteilen, wenn Gegenstand der Einbringung ein Mitunternehmeranteil war (Abschn. 40 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 GewStR).

b) Verkäufer = Kapitalgesellschaft:

- Gewerbesteuerfreiheit bei einbringungsgeborenen Anteilen (Abschn. 41 Abs. 2 S. 6 GewStR),
- Besonderheit bei Organbeteiligungen,
- Besonderheit wegen § 8 b Abs. 2 KStG.

Handlungsalternativen zur Optimierung der steuerlichen Situation des Investors können in Folgendem bestehen:

- personelle Verlagerung von Wirtschaftsgüter mit hohen stillen Reserven,
- Anteilstausch,
- Kaufpreisfinanzierung durch Forderungsverzicht des Gesellschafters in Höhe des werthaltigen Teiles (im übrigen liegt steuerpflichtiger Ertrag vor),
- vorbereitende Umwandlung im Fall des § 8 b Abs. 2 KStG,
- vorbereitende steuerliche Entstrickung wesentlicher Beteiligungen,
- vorbereitende steuerliche Entstrickung nicht wesentlicher Beteiligungen (10%-Grenze, 5-Jahres-Frist),
- Umwandlung einer Kapitalgesellschaft in eine Personengesellschaft zur Erlangung von Abschreibungspotential (§ 4 Abs. 6 UmwStG bestimmt, dass die unter Ausnutzung der Buchwertverknüpfung auf die Personengesellschaft übergegangenen Wirtschaftsgüter in Höhe des Übernahmeverlustes bis zum Teilwert aufgestockt werden),
- Kaufpreisaufteilung in mehreren Stufen (Verteilung des Mehrkaufpreises nach Maßgabe der Teilwerte/Abschreibung der wertlosen Wirtschaftsgüter, soweit nicht mehr werthaltig (Geschäftswert!)),
- Verlagerung der Besteuerung über mehrere Jahre (Anteilssequenzen/Teilbetriebssequenzen),
- Kapitalerhöhungs- und Spaltungsgestaltungen.

Bei der Regelung des Gewinnbezugs sollte zur Vermeidung zivilrechtlicher

Probleme (§ 101 Nr. 2 BGB) der Gewinnverwendungsbeschluss vor Anteilsabtretung erfolgt sein, so dass der Verkäufer diese Einnahme erhält und gem. § 20 Abs. 2 a EStG zu versteuern hat. Für das laufende Kalenderjahr ist eine Vorabausschüttung in Höhe des zu erwartenden Gewinnes angezeigt.

Eine *Beschränkung des Verlustabzuges* nach § 10 d EStG ergibt sich aus § 8 Abs. 4 KStG; hiernach ist ein Verlustabzug nicht möglich:

- bei Übertragung von mehr als der Hälfte der Anteile an der Kapitalgesellschaft oder,

- Fortführung oder Wiederaufnahme des Geschäftsbetriebs mit überwiegend neuem Betriebsvermögen und es liegt keine Sanierung des Geschäftsbetriebs vor, der den Verlust verursacht hat, oder

- der Geschäftsbetrieb wird nicht in wirtschaftlich vergleichbarem Umfang über die folgenden fünf Jahre fortgeführt.

Bei einer *Verschmelzung der Verlustgesellschaft* auf eine andere Kapitalgesellschaft gehen die *körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge* nur dann nicht verloren, wenn die Betriebsteile der Verlustgesellschaft über den Verschmelzungstichtag hinaus in vergleichbarem Umfang 5 Jahr fortgeführt werden, § 12 Abs. 3 Satz 2

UmwStG. Die steuerlichen Vorteile nach § 19 Abs. 2 UmwStG wegen den gewerbesteuerlichen

Verlustvorträgen und nach § 15 Abs. 4 UmwStG bestehen weiterhin.

Steuerliche Themen im Rahmen einer Tax Due Diligence sind im Hinblick auf die Identifizierung künftiger steuerlicher Risiken und im Hinblick auf eine *steuerorientierte Kaufpreisfinanzierung*:

- Wertaufholungsgebot bei vorangegangenen Teilwertabschreibungen,

- Beachtung einzelgesetzlicher Verbleibensvoraussetzungen in Subventionsregelungen (z.B. Fördergebiete),

- Nicht-Abzugsfähigkeit von Ausgaben, die mit steuerfreien Einnahmen im wirtschaftlichen Zusammenhang stehen gem. § 3 c EStG;

- Vermeidung einer verdeckten Gewinnausschüttung im Zusammenhang mit Vergütungen für Fremdkapital, das von einem ausländischen Anteilseigner zur Verfügung gestellt wurde (§ 8 a KStG);

- Zuordnung der Sonderbetriebsausgaben;

- Vermeidung gewerbesteuerlicher Mehrfachbelastungen;

- Nicht-Steuerbarkeit der Umsätze im Rahmen einer Geschäftsveräußerung gem.

§ 1 Abs. 1 a UStG;

- Grunderwerbsteuerpflicht gem. § 1 Abs. 1, 2a, 3 GrEStG.

10. Legal Due Diligence

Im Rahmen der Legal Due Diligence werden die für eine beabsichtigte Unternehmenstransaktion

relevanten juristischen Rahmenbedingungen im Hinblick auf

Vorteilhaftigkeit und Akzeptanz für einen potentiellen Erwerber untersucht. Gegenstand

der Legal Due Diligence-Untersuchung sind dabei zwei voneinander unabhängig

zu untersuchende Teilbereiche:

- Beurteilung der rechtlichen Verhältnisse, in die das Transaktionsobjekt eingebunden ist, in Bezug auf Bestands- und Haftungsrisiken sowie

- die Prüfung bzw. Konzeptionierung des anlässlich der geplanten Transaktion maßgeblichen Vertragswerkes incl. sämtlicher Nebenverträge.

Die *zu beurteilenden rechtlichen Verhältnisse*, in die das Transaktionsobjekt eingebunden ist, bestehen in Folgendem:

• Gesellschaftsvertrag,

• Ergebnisabführungs- und Beherrschungsvertrag,

- Verträge zwischen Gesellschaft und Geschäftsführer bzw. Gesellschafter,

- Miet-, Pacht- und Leasingverträge,

• Verträge mit Vertragshändlern und Handelsvertretern,

• Verträge, soweit standardisiert, mit Kunden und Lieferanten, sowie gesonderte

Verträge mit Großkunden bzw. Hauptlieferanten, und

- Genehmigungen staatlicher Stellen (soweit für den Geschäftsbetrieb von Bedeutung). Die *Konzeptionierung bzw. Prüfung des Vertrags* stellt den rechtlich wirksamen Kern der Due Diligence-Analyse dar, da regelmäßig die Wirksamkeit mündlicher Abreden ausgeschlossen wird. Gern werden hier bisweilen seitens der Rechtsberater die Ansatzpunkte für spätere Auseinandersetzungen, einschließlich des Herbeiführens einer besseren Prozessausgangssituation (Beweislast!) bewusst geschaffen bzw. versucht, dies auszuschließen. Der Vertrag über die Transaktion steht recht häufig im Mittelpunkt der späteren Auseinandersetzung, da allenfalls die Hälfte aller Transaktionen als erfolgreich angesehen werden kann.

Die Erkennung, Beschreibung, Beurteilung und entsprechende *vertragliche Behandlung* von Risiken, aber auch von Chancen *vor* der Transaktion ist Generalleitlinie der Untersuchung. Da diese Erkenntnisse und Verhandlungsergebnisse in den einzelnen Teilbereichen des Vertrages berücksichtigt werden müssen, nimmt die Legal Due Diligence regelmäßig eine zentrale Stellung ein; hieraus lassen sich im Verhandlungswege Garantien, Haftungsbegrenzungen, Rücktrittsrechte, zusätzliche Vereinbarungen (Beraterverträge) berücksichtigen. Letztlich kommt es bei der Endformulierung

häufig noch zu Deal-Breaker, beispielsweise bei der Behandlung vorhandener Umwelt- und Altlasten. Einen Ausweg für hier entstehende Probleme bietet die Vereinbarung besonderer „Besserungsregelungen“, die sich auf das Erreichen bzw. Nicht-Erreichen bestimmter Ziele oder des Eintretens bestimmter Sachverhalte (z.B. Ergebnis einer Bodenuntersuchung) zu einem bestimmten Zeitpunkt beziehen. Soweit diese sich auf die Ziele „Gewinn“ oder „Umsatz“ zu einem späteren Zeitpunkt beziehen, sollten von vornherein unabhängige Sachverständige bestimmt werden.

Es ist zwischen der Festlegung der vertraglichen *Haupt- und der Nebenpflichten* zu unterscheiden. Die *notarielle Beurkundungspflicht* im Zusammenhang mit der Übertragung von Anteilen und Eigentumsveränderungen bei Grundbesitz ist zu beachten.

Die *vertragliche Struktur* der Transaktion besteht regelmäßig

- aus einem Rahmenvertrag (Master Agreement),
- aus einem Einbringungsvertrag (je nach Art der Transaktion),
- aus einem neu abzuschließenden oder abzuändernden Gesellschaftsvertrag,
- aus dem Shareholders' Agreement,
- aus weiteren schuldrechtlichen Verträgen, insb. aus Dauerrechtsbeziehungen (z.B. Berater- und Angestelltenverträgen).

Ein Schwerpunkt der Legal Due Diligence umfasst den Komplex „*Gewährleistung*“.

Hier ist zu erfassen und zu regeln:

- der Umfang der Garantien und der zugesicherten Eigenschaften,
- die Art und Dauer der künftigen Mitwirkung des nicht durch § 613 a BGB erfassten Personenkreises, insb. der Geschäftsführer, Vorstandsmitglieder und Gesellschafter,
- die konkreten Rechtsfolgen bei mangelnder Erfüllung oder Nichterfüllung,
- Verjährung, Schriftformerfordernisse, Ausschlussfristen, Adressaten für bestimmte Handlungen,
- Wettbewerbsverbot für den Verkäufer (zeitlicher und räumlicher Umfang).

Bei einem *Asset Deal* (Kauf der wesentlichen Betriebsgrundlagen eines Unternehmens) wird dieser von der Rechtsprechung als Kaufvertrag im Sinne des § 433 Abs. 1 Satz 1 BGB behandelt, obgleich ein Unternehmen sowohl aus Sachen als auch aus Rechten besteht. Dies hat zur Folge, dass die Regeln der vor einem Verschulden unabhängigen Sachmängelhaftung (§§ 459 ff. BGB) analog Anwendung finden können, insbesondere bei Fehlen zugesicherter Eigenschaften wie Mängel im Unternehmen oder bzgl. des Wertes.

Kaufgegenstand bei einem *Share Deal* (Anteilskauf) sind Mitgliedsrechte an Personen- oder Kapitalgesellschaften. Bei einem Kauf von Rechten (§ 433 Abs. 1 Satz 2 BGB) hat der Käufer nur für den rechtlichen Bestand des Rechtes einzustehen (Verität,

§ 437 BGB), nicht für dessen Wert. Beispielsweise liegt ein Mangel beim Share Deal vor, wenn sich die Gesellschaft bereits in Konkurs oder in Liquidation befindet; kein Mangel liegt vor im Falle der Überschuldung.

Gemäß der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes kann unter bestimmten Voraussetzungen ein Share Deal auch als „Kauf des Unternehmens“ eingestuft werden, mit der Folge, dass die Grundsätze der Sachmängelhaftung gemäß §§ 459 ff. BGB Anwendung finden. Dies sei dann der Fall, wenn durch die erworbene Anteilsquote eine *beherrschende Stellung* durch den Käufer erreicht wird.⁸⁶⁾ Vereinfacht ausgedrückt: Beim Erwerb einer Beteiligungsquote von 90 % und mehr kommt die Sachmängelhaftung zur Anwendung, bei dem Erwerb einer Beteiligung von weniger als 50 % liegt ein Rechtskauf vor; bei einer Beteiligungsquote zwischen 50 % und 90 % wird auf den Einzelfall abgestellt.⁸⁷⁾

Die Behandlung der *Leistungsstörungen* stellen einen zentralen Punkt in jedem Vertragswerk einer Unternehmenstransaktion dar. Dementsprechend werden meist besondere Regelungen vereinbart, zumal gesetzliche Vorschriften, die sich speziell auf eine Unternehmenstransaktion beziehen, insoweit fehlen. Ziel des Leistungsstörungenrechtes

ist die Wiederherstellung des nach dem Vertragszweckes gewünschten Interessenausgleiches zwischen Leistung und Gegenleistung (*Äquiva-*

lenz-Verhältnis). Die Bestimmung des Umfangs der Aufklärungspflicht⁸⁸⁾ des Verkäufers zählt dabei zu einem der schwierigsten Probleme des Unternehmenskaufrechts.

⁸⁹⁾ Der Umfang von Aufklärungspflichten ⁹⁰⁾ einer Partei, insbesondere also des Veräußerers, ist u.a. auch davon abhängig, ob die andere Partei „geschäftsgewandt“ ist.⁹¹⁾ Es macht einen Unterschied, ob der andere Partner ein im M&A-Bereich versierter Großkonzern oder ein Unternehmer ist, der selten oder gar zum ersten Mal eine solche Transaktion durchführt, wohlmöglich noch ohne sachverständige Beratung.⁹²⁾

Die Verletzung einer Aufklärungspflicht wird von der Rechtsprechung regelmäßig unter dem Gesichtspunkt des Mitverschuldens gem. § 254 BGB gewürdigt, was eine auf den Einzelfall abgestellte elastische Lösung erlaubt.⁹³⁾ Im Rahmen des Mitverschuldens nach § 254 BGB ist insbesondere zu prüfen, ob der potentielle Käufer (1) durch die Unterlassung oder (2) durch die unsorgfältige Durchführung der Due Diligence sich seinerseits ein Mitverschulden anrechnen lassen muss.⁹⁴⁾

Als Leistungsstörungen sind zu unterscheiden:

- Nicht-Erfüllung (Nicht-Erbringung der vertraglich geschuldeten Leistung) und Unmöglichkeit;
- Spät-Erfüllung (der vereinbarte Zeitpunkt oder Zeitraum der Leistungserbringung wird überschritten - Verzug);
- Schlecht-Erfüllung (Hauptleistung ist mit Mängeln behaftet oder gegen Nebenpflichten wurde verstoßen).

lenz-Verhältnis). Die Bestimmung des Umfangs der Aufklärungspflicht⁸⁸⁾ des Verkäufers zählt dabei zu einem der schwierigsten Probleme des Unternehmenskaufrechts.

⁸⁹⁾ Der Umfang von Aufklärungspflichten ⁹⁰⁾ einer Partei, insbesondere also des Veräußerers, ist u.a. auch davon abhängig, ob die andere Partei „geschäftsgewandt“ ist.⁹¹⁾ Es macht einen Unterschied, ob der andere Partner ein im M&A-Bereich versierter Großkonzern oder ein Unternehmer ist, der selten oder gar zum ersten Mal eine solche Transaktion durchführt, wohlmöglich noch ohne sachverständige Beratung.⁹²⁾

Die Verletzung einer Aufklärungspflicht wird von der Rechtsprechung regelmäßig unter dem Gesichtspunkt des Mitverschuldens gem. § 254 BGB gewürdigt, was eine auf den Einzelfall abgestellte elastische Lösung erlaubt.⁹³⁾ Im Rahmen des Mitverschuldens nach § 254 BGB ist insbesondere zu prüfen, ob der potentielle Käufer (1) durch die Unterlassung oder (2) durch die unsorgfältige Durchführung der Due Diligence sich seinerseits ein Mitverschulden anrechnen lassen muss.⁹⁴⁾

Als Leistungsstörungen sind zu unterscheiden:

- Nicht-Erfüllung (Nicht-Erbringung der vertraglich geschuldeten Leistung) und Unmöglichkeit;
- Spät-Erfüllung (der vereinbarte Zeitpunkt oder Zeitraum der Leistungserbringung wird überschritten - Verzug);
- Schlecht-Erfüllung (Hauptleistung ist mit Mängeln behaftet oder gegen Nebenpflichten wurde verstoßen).

häufiger Fall bezieht sich auf die Verpflichtung des Verkäufers, auf Verschaffung eines Eintrittsrechtes in den die Geschäftsräume betreffenden Mietvertrag; wird dieses Recht nicht verschafft, hat der Käufer Schadensersatz nach Rechtsmängelrecht (§§ 437, 440 Abs. 1 BGB).¹⁰⁰⁾

Minderungen und Schadensersatz wegen *Nicht-Erfüllung* (§§ 462, 463 BGB) scheiden wegen der in der Rechtsprechung restriktiven Auslegung des Fehler- und Eigenschaftsbegriffes aus. Bei *Leistungsstörungen* beim Unternehmenskauf kommt vielfach eine Wandlung wegen der damit verbundenen Rückübertragung und der häufig bereits erfolgten Änderungen im Unternehmen und am Markt nicht in Betracht. Zum *Ausgleich von Leistungsstörungen* kommen im Rahmen eines Vertragswerkes in Betracht:

(1) Culpa in contrahendo (c.i.c., § 242 BGB) ¹⁰¹⁾ im Hinblick auf die Ableitung von Schadensersatzansprüchen aus der Begründung einer vorvertraglichen Vertrauensbeziehung;

¹⁰²⁾

(2) Abschluss eigenständiger Garantieverträge speziell in Bezug auf das Nichtvorhandensein von Umweltschäden und des Vorhandenseins eines Mieteintrittsrechtes mit der Festlegung adäquater Rechtsfolgen; ¹⁰³⁾

(3) (zusicherungsfähige) Garantien in Bezug auf Erfolge und Eigenschaften, die nach Gefahrenübergang eintreten; ¹⁰⁴⁾

(4) Gewährung einer Bilanzgarantie; hierdurch sichert der Verkäufer zu, dass die Bilanzen nach den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung und unter Anwendung der gebotenen Sorgfalt zum Erstellungszeitpunkt aufgestellt worden sind.¹⁰⁵⁾

Der Verkäufer kann:

- dem Käufer eine unterlassene Due Diligence-Untersuchung nicht entgegen halten,
- wohl dem Käufer die im Rahmen einer vorgenommenen Prüfung einzelner Sachverhalte bei einer Due Diligence-Untersuchung oder einer Offenlegung gewonnene positive Kenntnis mit der Konsequenz des Gewährleistungsausschlusses entgegenhalten.

Die *grob schuldhafte Unkenntnis* ist der (positiven) Kenntnis gleich gestellt. Einschlägig ist § 460 Abs. 2 BGB:

„Ist dem Käufer ein Mangel des in § 459 Abs. 1 bezeichneten Art infolge grober Fahrlässigkeit unbekannt geblieben, so haftet der Verkäufer, sofern er nicht die Abwesenheit des Fehlers zugesichert hat, nur, wenn er den Fehler arglistig verschwiegen hat.“

Die Due Diligence-Untersuchung hat eine grundsätzliche rechtliche Bedeutung für die Frage der Kenntniszurechnung. Je stärker die Due Diligence-Untersuchung auf die Belange eines tatsächlich vorhandenen oder potentiellen Käufers erfolgt, um so eher muss er sich „Kenntnis“ oder die Fiktion, er habe Kenntnis haben müssen, zurechnen lassen.

Die Frage, ob eine Due Diligence-Untersuchung im Rahmen des Unternehmenskaufes oder -verkaufes dazu führt, dass *Gewährleistungsansprüche* entfallen, entscheidet sich nach § 276 Abs. 1 Satz 2 BGB. Hiernach handelt fahrlässig, „wer die im Verkehr erforderliche Sorgfalt außer Acht lässt“. Grobe Fahrlässigkeit liegt vor, wenn die verkehrsübliche Sorgfalt in besonders schwerem Maße verletzt wird.¹⁰⁶⁾ Die Grenze ist fließend: Bei Großunternehmen und Konzernen entspricht die Due Diligence-Untersuchung der Verkehrssitte; bei kleineren und mittleren Unternehmen kommt es

auf den Einzelfall an, insbesondere darauf, ob sich bei einem ersten Abschätzen der Transaktion eine solche Untersuchung förmlich aufdrängt oder nicht.

Die Gewährleistung des Verkäufers kann nicht dadurch *beschränkt* werden, dass die bekannten bzw. offen gelegten Umstände vertraglich enumerativ festgelegt werden. Zurecht wird diese Beschränkung des Gewährleistungsanspruches des Käufers gem. § 460 BGB für rechtlich unbeachtlich gehalten. 107)

Die Formel „*Gekauft wie besichtigt*“ schließt Gewährleistungsansprüche für den Erwerber für bei Kauf bekannte Sachverhalte aus. Die im Rahmen einer Due Diligence erworbene Kenntnisnahme von Unternehmensdaten begründet rechtliches „Wissen“ des Erwerbers im Rahmen der Unternehmensgewährleistung.

Die Bedeutung der Due Diligence-Untersuchung wird in Zukunft zunehmen. Bereits heute ist ein größerer Unternehmenskauf ohne eine Due Diligence-Untersuchung, auch wenn bisweilen sehr eingeschränkt, eher selten. 108)

Der Verkäufer haftet selbst, wenn

- der Käufer es unterlässt, die ihm übergebenen Bilanzen durch seine Revisionsabteilung prüfen zu lassen- der Käufer die übergebenen Bilanzen nicht durch seinen Steuerberater oder

Wirtschaftsprüfer prüfen lässt 110);

- fehlerhafte Angaben zu den „nicht-zusicherungsfähigen Eigenschaften“ erfolgen, z.B. unrichtige Angaben über bisherige Umsätze und Ergebnisse 111), ferner bzgl. des Standes der Verbindlichkeiten und Rückstellungen 112) sowie bzgl. der Angabe der tatsächlichen Herstellungskosten für bestimmte Produkte 113);

- der Käufer zwar zunächst nach den Umsätzen des Zielobjektes fragt, später aber hierauf nicht mehr zurückkommt 114).

Im Ergebnis kann der Käufer den vom Verkäufer übergebenen Jahresabschlussunterlagen (Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Lagebericht, evtl. Prüfungsbericht) insbesondere dann *vertrauen*, wenn er aus diesen Angaben fachgerecht eine Unternehmensbewertung vornehmen kann; der Käufer braucht diese Unterlagen nicht selbst zu prüfen. 11

Nimmt hingegen der *Käufer* eine Prüfung vor, dann ist § 460 BGB einschlägig, wonach Gewährleistungsansprüche ausgeschlossen sind, wenn der Käufer den Mangel bei Vertragsschluss kannte. Die *Offenlegung von Mängeln* vor Abschluss des Kaufvertrages schließt Schadensersatzansprüche wegen dieser Mängel aus. Ob der Käufer auf diese Mängel durch eine von ihm selbst veranlasste Prüfung oder *expressis verbis* vom Verkäufer unmittelbar aufmerksam gemacht wurde, ist für die haftungsrechtliche Beurteilung ohne Bedeutung. Hieraus kann die überraschende These abgeleitet werden: Die Due Diligence-Untersuchung nützt u.U. dem Käufer gewährleistungsrechtlich mehr, wenn sie nicht vorgenommen wäre, 116) sie nützt ihm aber insofern, als Ergebnisse einer Due Diligence-Untersuchung regelmäßig zu Abschlägen vom geforderten Kaufpreis und/oder zu zusätzlichen Garantien führen.

Im Rahmen der Due Diligence sind Rechtsnormen, die die *Zustimmung Dritter* für die geplante Transaktion begründen können, zu beachten; im Einzelnen:

- Zustimmung des Ehepartners des Veräußerers (§ 1365 BGB),
- Zustimmung des zuständigen Kartellamtes (Bundeskartellamt in Berlin oder EGK Kommission in Brüssel),
- Genehmigungen aus der Satzung oder aus dem Gesellschaftsvertrag,
- behördliche Genehmigungen, insbesondere bei Übertragung von Grundstücken (gesetzliches Vorkaufsrecht der Gemeinden),

- Zustimmung von Gesellschaftsorganen (Aufsichtsrat, Beirat),
- etwaige erforderliche Zustimmungen im Rahmen des Personalvertretungsrechts,
- Zustimmung im Rahmen von Kooperationsverträgen und/oder Lieferanten, Lizenzgeber u.ä.

Im Vertrag zweckmäßigerweise zu behandelnde Sonderthemen beziehen sich auf das *Timing der Transaktion*, auf die Vorgehensweise bei von beiden Parteien nicht zu vertretenden *Störungen während des Übergabeprozesses*, insb. bei plötzlichen

gesetzlichen Änderungen, Streiks, Katastrophen sowie auf den Umfang, die Bewertungsmodalitäten und den Zeitrahmen für die körperliche Bestandsaufnahme der als bedeutsam erachteten Wirtschaftsgüter des Transaktionsobjektes (u.U. nebst überprüfbareren Eigentumsnachweisen).

Nach erfolgter Due Diligence-Untersuchung besteht bei einem „Share Deal“ unter Umständen die Gefahr eines *Insider-Geschäftes*, für deren Verfolgung das Amt für Wertpapierhandel zuständig ist.117) Dies gilt insbesondere dann, wenn dem unmittelbar erfolgten Paketerwerb nach vorgenommener Due Diligence-Untersuchung später weitere Anteile in Kenntnis der durch die Due Diligence erlangten Insider-Tatsachen hinzu erworben werden.118) Im Rahmen des § 404 AktG ist für die Offenbarung von Geschäftsgeheimnissen nach bislang herrschender Meinung der Vorstand des Zielunternehmens in der Rechtsform einer AG119), hingegen bei einer GmbH120) die Gesellschafterversammlung zuständig, weil die Gesellschafterversammlung der Geschäftsführung Weisungen erteilen könnte. Dies ist nicht sachgerecht, weil die Due Diligence eine Unternehmenstransaktion, also den Verkauf eines signifikant großen Anteils an einer Gesellschaft voraussetzt. Da die Anteilseigner (Aktienbesitzer) bei größeren Paketen Sitz und Stimme im Aufsichtsrat haben, wäre es auch bei einer Aktiengesellschaft sachgerecht, wenn die Offenbarung ausschließlich in den Händen des Aufsichtsrates liegt (dies braucht nicht unbedingt zu bedeuten, dass über die Einholung einer Zustimmung für eine Due Diligence-Untersuchung durch den gesamten Aufsichtsrat erfolgen müsste; es dürfte ausreichen, wenn die Vertreter der größten Anteilseigner ihre Zustimmung erteilen, wenn diese mehr als 50 % der Stimmenrechte auf sich vereinigen).121) Die Offenbarung von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen

ist aber insoweit nach Ansicht einiger Autoren eine Leitungsaufgabe i.S.v. § 76 Abs. 1 AktG, so dass diese ohne Einflussnahme durch den Aufsichtsrat bzw. Hauptversammlung getroffen werden kann.122)

11. Environmental Due Diligence

Die systematische Analyse der vollständigen und richtigen Behandlung von Umweltrisiken im Vertragswerk für eine geplante Unternehmenstransaktion ist die Environmental Due Diligence123) „*Environment*“ bedeutet: „Umwelt“ bzw. „Umgebung des Unternehmens“. Ziel ist, zu einem möglichst frühen Zeitpunkt die Verursachungszusammenhänge tatsächlicher oder möglicher Umweltschäden zu identifizieren, zu dokumentieren und die jeweiligen Verantwortlichkeiten von Käufer bzw. Verkäufer vertraglich zu regeln. Zentrale Schwerpunkte der Prüfung sind hier Fragestellungen, wie das Unternehmen derzeit bzw. künftig bezogen auf möglicherweise eintretende Umwelteinflüsse steht. Insbesondere das neue Bundes-Bodenschutzgesetz (BBSchG v. 17.03.1998) führt zu einer erheblichen Ausweitung der Altlastenhaftung. Hier geht es um die Begriffe Verdachtsflächen, Altlasten, altlastenverdächtige Flächen, Bodenfunktion, schädliche Bodenveränderungen, Sanierung sowie Schutz- und Beschränkungsmaßnahmen.

Themen der Analyse sind:

- Boden- und Altlastensanierung (auch der Nachbargrundstücke);
 - Prüfung der verwendeten und gelagerten Gefahrstoffe124);
 - Luftqualität in Gebäuden und der Region (Luftschadstoffe?);
 - Ordnungsmäßigkeit genehmigungsbedürftiger Anlagen (Deponie, Tankanlagen);
 - Höhe der voraussichtlichen Entsorgungskosten
-
- Stellung und Beurteilung der Autorität des Umweltbeauftragten im Unternehmen126);
 - das Abfallmanagement (Entsorgungsnachweise!);
 - ob der Versicherungsschutz für die erkannten Risiken ausreicht;
 - welche ökologischen Risiken im Kreditgeschäft bestehen. 127)
- Umweltrisiken dürfen nach deutschem Steuerrecht nur unter eingeschränkten

Bedingungen passiviert werden, was der *Umwelt Due Diligence* - UDD - (auch: „Umwelt-Audit“) eine große Bedeutung im Kontext der diversen Untersuchungsfelder verleiht. Infolgedessen kann davon ausgegangen werden, dass nur in den seltensten Fällen das tatsächliche Ausmaß, wenn überhaupt, auf der Passivseite einer Bilanz des Zielunternehmens abgebildet wurde. Deshalb besteht auch die Gefahr, dass der Verkäufer selbst den erforderlichen Aufwand gar nicht oder nur unzulänglich ermittelt hat und der Erwerber in kurzer Zeit eine entsprechende Abschätzung vornehmen muss. Hinzu kommt, dass die umweltrechtlichen Bestimmungen auf nationaler und europäischer Ebene permanent starkem Wandel - in der Regel zu Lasten des Betreibers oder des Eigentümers - unterliegen¹²⁸).

Das Risikopotential der durch die Environmental Due Diligence zu identifizierenden und bewertenden Umweltrisiken des Zielunternehmens ist determiniert

- durch das (sich ständig verschärfende) Umweltrecht (Schadensbeseitigung, Strafrecht) - insoweit Prüfung im Rahmen des Legal Compliance -;

- durch steigende Kosten für Dekontaminationen;

- durch Umsatz- und Imageeinbußen bei Herstellung und/oder Vertrieb nicht umweltgerechter Produkte;

- durch die Gefahr der Haftung von Kreditgebern¹²⁹;

- durch Kostennachteile bei der Produktion durch Verwendung von Produktionsverfahren, die zusätzliche Umweltschutzinvestitionen erfordern.

Instrumente mit hohem Erkenntniswert stellen die Erhebung von umweltrelevanten Daten aufgrund einer „Environmental Due Diligence-Checkliste“¹³⁰), das Anfordern einer Vollständigkeitserklärung der Geschäftsführung, eines Rechtsanwaltsbestätigungsschreibens

über die in der Vergangenheit und Gegenwart wegen

Umweltproblemen geführten Prozesse, sowie die Bestandsaufnahme und Beurtei-

lung der Grundstückskaufverträge und Pachtverträge dar. Die Verwendung von Checklisten mit branchenübergreifenden Fragestellungen allein reicht aber nicht für die Environmental Due Diligence-Untersuchung, weil diese entweder zweckwidrig redundant oder nicht entsprechend in die Tiefe gehende Fragestellungen aufweisen.

¹³¹) Wenn möglich, sollten immer für die Zielgesellschaft eigenst zugeschnittenen Checklisten Verwendung finden.¹³²) Aussagekräftige Unterlagen, soweit überhaupt vorhanden, bestehen häufig zu den Vorgängen, die der jährlichen unternehmensinternen Berichterstattungspflicht ¹³³) zugrunde gelegt wurden. Hieraus abgeleitet können Einzelsachverhalte schwerpunktmäßig analysiert werden.

Weitere Instrumente zur Durchführung der Umwelt Due Diligence sind die Erstellung eines Umwelt-Gutachtens (Boden, Wasser, Luft) oder die Durchführung einer Umweltprüfung.

Soweit Umweltschäden oder Störanfälle bereits eingetreten sind, sollten diese im Hinblick auf wertmindernde Argumente gesondert beurteilt werden.

Von Wirtschaftsprüfern oder vereidigten Buchprüfern durchgeführte Sonderuntersuchungen bzw. Umweltberichtsprüfungen bieten weitere Informationsquellen¹³⁴)

Ergänzend haben die großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften eigene Richtlinien für den internen Gebrauch verabschiedet. ¹³

Überraschungen bieten häufig der *Stand der baurechtlichen Planungen* sowie die *ökologische Beurteilung der Nachbarunternehmen*. Bei der Verwendung gefährlicher Stoffe ist eine Bodenuntersuchung angezeigt. Zur Vermeidung späterer Vertragsstörungen sollten entsprechende Sonderabsicherungen im Kaufvertrag vorgesehen sein.

Umfeldrisiken in einem Unternehmen können latent vorhanden sein:

(1) im physischen Bestand des Unternehmens (Grund und Boden, Gebäude);

(2) anlässlich der Produktion von umweltschädlichen Produkten (Öle, Schmierstoffe, Benzin u. Ä.);

(3) durch die Abgabe umweltgerechter Produkte am Markt, deren Verwendung aber

beim Abnehmer zu Schäden führen können;

(4) Nicht-Beachtung von Umweltvorschriften, speziell im Bereich der Prävention (Legal Compliance).

Eine vorvertragliche Kontrolle der Angaben des Veräußerers wird nur durch die Kenntnis des umweltrechtlichen Ist- und Sollzustandes ermöglicht. Die interessengerechte Vertragsgestaltung setzt im Rahmen der Environmental Due Diligence bei einer betriebswirtschaftlich fundierten Bewertung von Einzelsachverhalten und hierauf fußenden Prognosen an. Die Bewertung der finanziellen Risiken von Umweltgefahren kann sich im Einzelfall sehr schwierig gestalten. Professionelle Hilfe bieten auf Umweltprüfungen spezialisierte Unternehmen sowie spezielle Abteilungen bei großen Versicherungsunternehmen, die neben Versicherungsschutz auch entsprechende Beratungsleistungen offerieren.

Die Identifizierung und Bewertung der Umweltrisiken ist in Branchen mit entsprechendem Gefahrenpotential letztlich bedeutsamer als eine rein nutzentheoretische Fundierung des Unternehmenswertes (Kaufpreises).

12. Aufbau eines Due Diligence-Berichts

Je nach Präferenz des Auftraggebers bzw. des Auftragnehmers in Bezug auf

- den *zeitlichen Umfang* (Tage/Wochen/Monate, Fixtermin),
- den *Genauigkeitsanspruch* (Kurzbericht, ausführlicher Bericht),
- die *Art des Berichtes* (umfassend - schwerpunktbildend - punktuell)
- das Ausmaß der vereinbarten *Haftungsbegrenzung*

ergibt sich eine andere Struktur des schriftlichen Outputs der Due Diligence-Untersuchung.

136) Daher ist es eine gute Übung, dass der Gutachter vorab den Zweck seines Gutachtens vollständig darlegt und auch für den Fall, dass der Beauftragte insoweit ein Ermessen hat, begründet, welches Berichtsschema er entsprechend den Umständen für am geeignetsten hält. Eine flexible Anpassung an sich im Verlaufe der Erarbeitung des Berichtes ergebende neue Erkenntnisse durch entsprechende Schwerpunktbildung ist selbstverständlich.

Sechs Alternativen für gutachterliche Äußerungen sind zu unterscheiden. In vielen Situationen ist aber ein detailliertes Due-Diligence-Gutachten nicht erforderlich. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn der Wert des Unternehmens und auch die vertraglichen Grundlagen für die Entscheidungsträger nicht entscheidend sind und nur eine flüchtige Analyse erforderlich ist. In der Masse der Fälle erfordert der Zweck der Due Diligence nicht ein in jeder Hinsicht vollständiges Gutachten. Die Unterschiede bei den Berichtsformen liegen in folgendem:137)

(1) *Memoranden* sind schriftliche Aktenvermerke (bzw. bei kleinem Umfang: Notizen), die

- wichtige Inhalte mündlicher Informationen oder Besprechungen (Review Meetings) zusammenfassen,
- Ergebnisse einzelner Prüfgebiete festhalten oder
- den Projektfortschritt dokumentieren.

(2) Die finanziellen und qualitativen Informationen wurden dem Gutachter zur Verfügung gestellt, ohne dass er substantielle Datenableitungen, Mess- und Plausibilitätsprüfungen vorgenommen, und insbesondere ohne dass er die Güte und Vollständigkeit der erhaltenen Informationen überprüft hat. Der *Comment Letter* (kurze Stellungnahme, Erklärung, Kommentierung) beruht auf einer Schätzung der relevanten Daten (bzw. des Unternehmenswertes) und eben nicht auf einer Meinungsäußerung. Der *Output* besteht in einem kurzen Brief (i.d.R. maximal zwei Seiten) auf der Basis von Annahmen und Einschätzungen, der aber keine unterstützenden Daten liefert. Der Comment Letter wird häufig als vorläufige Analyse bei potentiellen Unternehmenskäufen bzw. -verkäufen verwendet. Vorschlag für eine abschließende Bemerkung: „Diese Stellungnahme beruht auf einer Schätzung nach Maßgabe der mir übergebenen, nicht überprüften Daten und Unterlagen und unter Ausschluss

jeglicher Haftung.“

(3) Der *Opinion Letter* (Meinungsäußerung) basiert auf der subjektiven Einschätzung innerhalb einer engen Spannweite entsprechend des erteilten Auftrages in Bezug auf den dort definierten Untersuchungsgegenstand (der auch nur im Unternehmenswert

bzw. in der Beurteilung eines angemessenen Kaufpreises selbst liegen kann). Er basiert auf einer gründlichen und umfassenden Analyse aller relevanten Aspekte, die erforderlich und angemessen sind, um die Schlussfolgerungen zu liefern. Der *Output* besteht in einem kurzen Brief, der die Methoden und Berechnungen nach Art einer zusammenfassenden Darstellung liefert, die zur abschließenden Meinungsäußerung geführt hat. Der *Opinion Letter* wird häufig für interne Zwecke genutzt, wenn die Möglichkeit von gerichtlichen Streitigkeiten als minimal einzuschätzen ist. Dies ist beispielsweise bei internen Reorganisationen, Einholung der Zustimmung von Anteilseigner bzw. der Gremien zu Unternehmenstransaktionen der Fall. Vorschlag für eine abschließende Bemerkung: *„Es wird darauf hingewiesen, dass die vorstehenden Beurteilungen und Berechnungen (evtl.: nach bestem Wissen und Gewissen erstellt wurden und) auf der subjektiven Einschätzung des Unterzeichnenden nach Maßgabe einer Analyse aller relevanten Aspekte erfolgt sind, die angemessen sind, um die abgeleiteten Schlussfolgerungen zu liefern.“*

(4) Der *Minireport* (Kurz-Gutachten) ist eine schriftliche Meinungsäußerung, der gegenüber dem *Opinion Letter* um die Darstellung und Auswahl der verwendbaren und der tatsächlich verwendeten Untersuchungsmethoden erweitert ist und eine gründliche Aufarbeitung der entscheidenden Untersuchungsgrundlagen (Bewertungsgrundlagen)

- Key Components - enthält. Der *Minireport* kann nicht nur beim Untersuchungsanlass Kauf/Verkauf, sondern auch bei Streitigkeiten zwischen Anteilseigner bzw. Partnern, ferner bei Vermögensplanungen mit langfristigen Festlegungen, Enteignungen und ähnlichem verwendet werden. Vorschlag für eine abschließende Formulierung: *„Es wird bescheinigt, dass die vorstehende gutachterliche Äußerung (evtl.: nach bestem Wissen und Gewissen angefertigt worden ist und) entsprechend des erteilten Auftrages nach Maßgabe einer Analyse aller relevanten*

Aspekte und Aufarbeitung der als entscheidend beurteilten Untersuchungsgrundlagen erstellt worden ist.“

(Ein *Detailed Due Diligence Report* (i.d.R. ein auf Schwerpunkte ausgerichtetes Due Diligence-Untersuchungsgutachten) ist ein *Minireport*, der um alle sachdienlichen und einschlägigen quantitativen und qualitativen Sachverhaltsbeschreibungen und Analysen ergänzt ist und die Schlussfolgerungen in nachvollziehbarer Weise für Dritte ableitbar erkennen lässt. Insbesondere werden die Bedingungen für die Schlussfolgerungen extensiv dargestellt. Insoweit ist er vergleichbar mit einer umfassenden Planungsrechnung eines Unternehmens und bzgl. der Gründlichkeit ähnelnd einem Börsenzulassungsprospekt. Der *Detailed Report* empfiehlt sich, wenn die Schlussfolgerungen des Gutachtens vor Gerichten oder für spätere Dokumentationszwecke

verwendet wird. Bewertungsgutachten können als *Detailed Report* aufgefasst werden. Der *Detailed Report* könnte beispielsweise folgende Struktur aufweisen:

- A. Executive Summary (Zusammenfassung der wichtigsten Problemstellungen und Ergebnisse)
- B. Performance / Branche / Markt
- C. Vergangenheit: Analyse der Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage
- D. Zukunft: Planungsrechnungen, Entwicklung von Szenarien
- E. Themenkomplexe von besonderer Bedeutung (z.B. EDV, Markt im Wandel, Abhängigkeiten, kritische Erfolgsfaktoren)
- F. Kaufpreisbestimmung bzw. -beurteilung und

Zahlungsform (Wahl des/der Bewertungsverfahren, Daten, Annahmen und Vereinfachungen, Kaufpreisbestimmung, Zahlungsform)

G. Anlagen (Kaufvertrag nebst allen Anlagen), sonstige Verträge (Grundstücksübernahmeverträge, Beratervertrag), Zeichnungen und sonstige Dokumente

Die abschließende Bescheinigung kann z.B. wie folgt lauten: *„Dieses Gutachten wurde entsprechend des Auftragsgegenstandes nach Prüfung der als relevant angesehenen Sachverhalte und Daten vorgenommen; die Schlussfolgerungen erfolgen aufgrund von nach bestem Wissen und Gewissen vorgenommenen Analysen.“*

(6) Ein *Comprehensive Due Diligence Report* (ausführliches Due Diligence-Untersuchungsgutachten)

gliedert sich beispielsweise wie folgt:

A. Auftragsgegenstand

B. Grundlagen der Auftragsdurchführung (Datenbasis / Abgrenzungen (Materiality),

C. Teilbereiche der Due Diligence

1. Commercial Due Diligence,

2. Financial Due Diligence,

3. Legal Due Diligence,

4. Tax Due Diligence,

5. Environmental Due Diligence,

D. Kaufpreisbestimmung und Zahlungsform (Wahl des/der Bewertungsverfahren, Daten, Annahmen und Vereinfachungen, Kaufpreisbestimmung, Zahlungsform),

E. Ergebnis/Zusammenstellung F. Anlagen (Kaufvertrag nebst allen Anlagen, sonstige Verträge (Grundstücksübernahmeverträge, Beratervertrag), Zeichnungen und sonstige Dokumente)

Die abschließende Bescheinigung kann z.B. wie folgt lauten: *„Dieses Gutachten wurde, entsprechend des Auftragsgegenstandes, unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Prüfung und Berichterstattung nach Prüfung der als relevant angesehenen Sachverhalte und Daten vorgenommen; die Schlussfolgerungen erfolgen aufgrund von nach bestem Wissen und Gewissen vorgenommenen Analysen, Beurteilungen und Berechnungen.“*

Ein Vergleich zwischen einem Due Diligence-Report und einem Bewertungsgutachten zeigt, dass im ersten Fall angestrebt wird, die für einen Entscheidungsträger anlässlich einer Unternehmenstransaktion relevanten Sachverhalte und Problemstellungen auf den Punkt zu bringen, Meinungen zu äußern und Handlungsalternativen aufzuzeigen; hingegen wird bei Bewertungsgutachten im deutschsprachigen Raum seitens der Bewerter eher Wert darauf gelegt, daß das Bewertungsgutachten¹³⁹⁾ selbst „wenig angreifbar“ ist und das Haftungsrisiko durch einseitige Präferenzierung zukunftsorientierter Bewertungsverfahren in die ferne Zukunft verschoben wird .

13. Zusammenfassung

Nach der im WP-Handbuch 1998 vertretenen Auffassung „bestimmt sich der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert der diskontierten finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen und dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen“.

140) Diese einseitige Ausrichtung auf Prognosedaten und Investitionskalkül unter starker Vernachlässigung marktbezogener Analysen erscheint zu eng. Die Due-Diligence-Analyse geht im Gegensatz zur „reinen“ Unternehmensbewertung von einem erheblich *umfassenderen Beurteilungsansatz* aus. Sie folgt aus der Erkenntnis, dass gerade bei mittelständigen und großen Unternehmen bei der Wert bzw. Preisfindung nicht nur der Wert als solches nach Maßgabe bestimmter Bewertungsformeln, sondern eine Vielzahl von Einzelumständen, die nur teilweise im Unternehmen, wie es steht und liegt, zu suchen sind, eine Rolle spielen. Die für die Transaktion relevanten Einzelumstände aufzuspüren, zu analysieren, zu bewerten und dem Auftraggeber zu übermitteln ist das zentrale Anliegen der Due Diligence.

Die Due Diligence-Untersuchung ist bereits in Abhängigkeit von der Größe der Transaktion, nach Branche und nach Maßgabe der Erfahrung der Parteien als eine

„Verkehrssitte“ anzusehen, mit der Konsequenz, dass sich für den Käufer gem. § 460 BGB Untersuchungspflichten ergeben, deren Umfang von dem Inhalt der „Verkehrssitte“ abhängt. Infolgedessen erscheint eine (reine) „Unternehmensbewertung“ nach traditionellem Muster im Hinblick auf die Verfolgung mehrerer Ziele bei Kauf/Verkauf eines Unternehmens als ein unzureichendes Instrument; der Fokus bei einer Unternehmenstransaktion kann nicht mehr allein auf den Kaufpreis gelegt werden. Die aus einer Due Diligence-Untersuchung gewonnenen Erkenntnisse lassen sich dabei nicht immer leicht in Geldeinheiten ausdrücken, die kaufpreiserhöhend bzw. -mindernd bei der Kaufpreisfindung zu bemessen sind. Festgefahrene Verhandlungspositionen lassen sich durch Zusicherungen (Garantien, Besserungsscheine) und Rückrechnungsklauseln lösen.

Die Gewährleistung beim Unternehmenskauf kann zum einen durch Zusicherung von Eigenschaften, und zum anderen durch Abgabe einzelner Garantiezusagen erfolgen. Die Zusicherung von Eigenschaften führt zum Problembereich der „zusicherungsfähigen Eigenschaften“; die Abgabe einzelner Garantiezusagen bietet den Vorteil, dass sich die Haftungsfolgen nicht nach den Grundsätzen der §§ 459

Abs. 2, 462, 463, 477 BGB, sondern nach dem Vertrag selbst im Sinne eines von der gesetzlichen Regelung unabhängigen Rechtsinstitutes richten¹⁴¹). „Gewährleistungsrechtlich“ muss gesehen werden, dass eine vom Käufer vorgenommene Due

Diligence-Untersuchung u.U. dem Verkäufer mehr nützt, als wenn diese Untersuchung unterblieben wäre.

Nach der hier vertretenen Auffassung ist der Unternehmenswert „der Marktpreis eines Unternehmens“, bei dem das Unternehmen oder ein Unternehmensanteil aus dem Eigentum eines Verkaufswilligen in das Eigentum eines Kaufwilligen übergehen würde; dabei darf der Erwerber unter keinem Kaufzwang und der Veräußerer unter keinem Verkaufszwang stehen, und beide Parteien müssen die relevanten Tatsachen in angemessenem Maße kennen. Dies setzt einerseits die Ausrichtung auf den Markt, sei es der Markt für Unternehmenstransaktionen, sei es der Markt, in dem das Zielunternehmen selbst agiert, und zum anderen die Ausrichtung auf Preisfindungskalküle voraussetzt. Das Wissen um „Preise“ setzt aber das Wissen um Fakten voraus, die gerade schwerpunktmäßig durch eine Due Diligence analysiert werden.

Die qualitativen Daten treten gegenüber den rein quantitativen Daten bei Unternehmenstransaktionen immer stärker in den Vordergrund. Bretzke ist zuzustimmen:

„Nicht die intime Kenntnis finanzmathematischer Verfahren und entscheidungstheoretischer Modelle macht den Unterschied zwischen einer guten und einer schlechten Unternehmensbewertung aus, sondern die Fähigkeit zur Einschätzung von Produkten, Märkten und Strategien“¹⁴²).