

Durchführung der Financial Due Diligence

Die Durchführung einer Due Diligence ist mittlerweile auch in Deutschland bei mittleren und großen Transaktionen als fester Bestandteil des Transaktionsprozesses etabliert. Sie stellt hohe Anforderungen an fachliche Expertise und Erfahrung der beteiligten Personen. In diesem Kapitel sollen daher einleitend die Ziele und die Grundlagen einer effizienten Durchführung einer Due Diligence dargestellt werden. Im Anschluss dazu wird auf die für die Financial Due Diligence wichtigen Rahmenbedingungen einer Transaktion (Kapitel 1.2), deren Informationsgrundlagen (Kapitel 1.3), Interdependenzen mit anderen Due Diligence Teilprüfungen (Kapitel 1.4) und ihre Organisation (Kapitel 1.5) eingegangen. Abschließend werden Einzelfragen, wie die durch den Verkäufer initiierte Due Diligence (so genannte Vendor Due Diligence, siehe Kapitel 1.6) und die Verbindung der Due Diligence mit rechtlichen Fragen (Kapitel 1.7), kurz thematisiert, um für die entsprechenden Fragestellungen zu sensibilisieren.

1.1 Ziele und zielorientierte Durchführung

Eine Due Diligence ist die sorgfältige Analyse eines Zielunternehmens. Wesentliche Einflussfaktoren auf den Geschäftsbetrieb des Unternehmens sollen identifiziert werden, um die Chancen der Investition zu ermitteln, aber vor allem um das Risiko einer Fehlakquisition zu minimieren.

Im Rahmen der Financial Due Diligence wird die Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage der Zielgesellschaft auf der Basis der externen und internen Rechenwerke des Zielunternehmens detailliert analysiert.

Häufig werden Due Diligence-Prüfungen als Grundlage für Investitionsentscheidungen wie Unternehmenskäufe oder Fremdkapitalvergabe auf freiwilliger Basis durchgeführt. Oft besteht aber auch die Notwendigkeit zu einer Due Diligence, insbesondere einer Financial Due Diligence, um gesetzlich motivierte Unternehmensbewertungen vornehmen zu können. Dies gilt beispielsweise bei der Festsetzung der angemessenen Barabfin-

dung von Minderheitsaktionären im Rahmen eines Squeeze Out oder zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses von Anteilen bei einer Verschmelzung nach dem Umwandlungsgesetz. Die detaillierte Analyse der Vergangenheitsdaten sowie die Planung, die einer Bewertung für die Festlegung an- gemessener Abfindungs- und Ausgleichzahlungen zugrunde liegt, enthält dabei im Grundsatz die Analyseschritte einer Financial Due Diligence. Detalliierte Vorgaben, wie intensiv eine solche Analyse sein muss, gibt insbesondere der IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1).

Das generelle Ziel der Financial Due Diligence ist die Überwindung der Informationsasymmetrie zwischen dem Verkäufer und dem Kaufinteressenten in Bezug auf die finanzielle Situation des Zielunternehmens. Der potenzielle Käufer will die finanziellen Stärken und Schwächen sowie die Chancen und Risiken des Zielunternehmens zur besseren Entscheidungsfindung und Ermittlung seiner Kaufpreisobergrenze untersuchen. Daher wird der Käufer schon vor dem Kauf möglichst viele Informationen über das Zielobjekt sammeln, während der Verkäufer hingegen ein berechtigtes Interesse hat, vorab möglichst wenig vertrauliche Daten mit sensiblen Informationen über das eigene Unternehmen offenzulegen. Dies gilt insbesondere, wenn der potenzielle Käufer ein strategischer Investor ist und beim Scheitern der Transaktion als direkter Wettbewerber die Informationen aus der Due Diligence für die eigene Geschäftsstrategie verwenden könnte.

Die Erkenntnisse aus der Financial Due Diligence tragen zur Qualität der Entscheidungsfindung über den Kauf an sich und während der laufenden Kaufverhandlungen bei, unterstützen aber auch bei der Vertragsgestaltung und in der späteren Integrationsphase bzw. bei der Steuerung der erworbenen Gesellschaft. Darüber hinaus gibt die Analyse eine konkrete Vorstellung, wo und in welchem Umfang zwischen dem Käufer und dem Zielunternehmen Synergien realisiert werden können.

Häufig hat die Käuferseite bereits vor der Durchführung der Due Diligence z.B. auf der Basis eines Informationsmemorandums oder öffentlich verfügbarer Informationen bestimmte Kenntnisse über das Zielunternehmen erlangt. Dieser Informationsstand ist aber meist für eine umfassende Einschätzung der finanziellen Situation nicht ausreichend. Für einen Käufer ist es besonders wichtig, sich ein eigenes Bild von der finanziellen Lage der Gesellschaft zu machen und so die Richtigkeit und Vollständigkeit der von der Verkäuferseite offengelegten Informationen selbst zu überprüfen.

Die Schwerpunkte einer Financial Due Diligence liegen dabei einerseits auf der Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft in

der Vergangenheit sowie andererseits auf der Analyse und Plausibilisierung der Geschäftsplanung.

Die Vergangenheitsanalyse beinhaltet eine kritische Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, die auf der Grundlage erstellter und oft bereits testierter Jahresabschlüsse durchgeführt wird (zu Details siehe Kapitel 3). Ausgehend von den dabei gewonnenen Kenntnissen wird unter Einbeziehung von Marktstudien und Informationen von Wettbewerbern die Unternehmensplanung plausibilisiert. Dafür sind die zukünftige Entwicklung des relevanten Marktes und die Wettbewerbssituation zu analysieren. Ein weiteres Indiz hinsichtlich der Realisierbarkeit der Planung des Zielunternehmens ist das Erreichen von Planvorgaben in der Vergangenheit (Planungstreue). Dazu sind die historischen Plan-/Ist-Abweichungen zu analysieren (vergleiche Kapitel 4).

Ergänzt werden diese Untersuchungsschwerpunkte in Abhängigkeit vom Umfang der Due Diligence durch eine Analyse des Risikomanagement-Systems, des Planungsprozesses und der vorhandenen Controlling- und Steuerungsinstrumente. Der Umfang der Due Diligence selbst ist allerdings meist durch zeitliche und kostenmäßige Beschränkungen bestimmt.

Der Umfang der Untersuchungen orientiert sich an der Größe und der Komplexität des zu übernehmenden Unternehmens, an den speziellen Interessen der Parteien und an den spezifischen Rahmenbedingungen der Transaktion. Es ist z.B. denkbar, dass nur bestimmte, kritische Aspekte im Zielunternehmen geprüft werden sollen. Ein strategischer Investor kennt üblicherweise Branchen- und Marktspezifika des Zielunternehmens. Daher stehen für solche Investoren eher Fragen nach der Integrierbarkeit des Unternehmens in den Unternehmensverbund und den dadurch voraussichtlich entstehenden Kosten im Vordergrund. Ist der Auftraggeber dagegen ein Finanzinvestor, werden im Regelfall auch Informationen zu Produkten und Marktfeld eingeholt. Des Weiteren interessiert einen Finanzinvestor vorrangig die Frage, wie weit die geplante Investition über die Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden kann. Somit sind für ihn auch der Cashflow und die Innenfinanzierungskraft des Zielunternehmens von besonderer Bedeutung. Wesentlich für den Umfang der Financial Due Diligence ist, in welchem Rahmen die Transaktion stattfindet (zu Details siehe Kapitel 1.2).

Neben dem Hauptziel einer Financial Due Diligence, der Überwindung der Informationsasymmetrie zwischen Käufer und Verkäufer durch die Identifikation von finanziellen Chancen und Risiken der geplanten Transaktion, haben die Untersuchungsergebnisse weitere wichtige Funktionen. Sie sind kritische Erfolgsgrößen für die Verhandlung und Ermittlung der Kauf-

preishöhe, für die vertragliche Strukturierung sowie für die Vereinbarung von Gewährleistungen, Garantien und Freistellungen.

1.2 Rahmenbedingungen der Transaktion und Financial Due Diligence

Umfang, Ausrichtung und Bedeutung der Financial Due Diligence sind in hohem Maße von den Rahmenbedingungen der Transaktion abhängig. Wesentliche Rahmenbedingungen sind:

- Wie wird das Erwerbsobjekt abgegrenzt?
- Aus welcher Perspektive werden die Fragen der Financial Due Diligence gestellt (Käufer- oder Verkäufersicht)?
- Welche Parteien sind beteiligt und wie ist der Transaktionsprozess an sich strukturiert?

In einem Bieterverfahren sind eher standardisierte Untersuchungen mit Datenraum möglich. In anderen Fällen kann z.B. ein weiterreichender Zugang über einen längeren Zeitraum bei der Zielgesellschaft möglich sein.

Zunächst stellt sich grundsätzlich die Frage, was Kaufobjekt und damit Gegenstand der Financial Due Diligence ist. Kaufgegenstand können grundsätzlich Anteile an einer Gesellschaft, eine Gruppe von Vermögensgegenständen oder eine Kombination aus Anteilen und einzelnen Vermögensgegenständen sein. Der Fokus dieses Buches liegt auf der Due Diligence bei Erwerb der Anteile einer Gesellschaft bzw. eines Teilbereiches. Auf Besonderheiten bei einem Erwerb einzelner Vermögensgegenstände wird hier nicht explizit eingegangen.

Der Erwerb von Anteilen an einer Gesellschaft kann eine vollständige Übernahme sämtlicher Anteile (100 Prozent Erwerb) oder den teilweisen Erwerb von Anteilen umfassen. Abhängig davon, ob nur Anteile an einer Gesellschaft erworben werden oder auch noch weitere oder ausschließlich Vermögensgegenstände, Rechte und Verbindlichkeiten, spricht man im ersten Fall von einem Share Deal bzw. dem dazugehörigen Vertrag (Share Purchase Agreement – SPA) oder im zweiten Fall von einem Asset Deal bzw. dem dazugehörigen Vertrag (Asset Purchase Agreement – APA).

Bei einem Asset Deal werden einzelne Vermögensgegenstände, Rechte und Verbindlichkeiten an den Erwerber verkauft und auf diesen übertragen. In einem APA sind sämtliche zur Zielgesellschaft gehörenden Vermögensgegenstände, Rechte und ggf. Verbindlichkeiten vertraglich festzuhalten.

Rechtlich erfolgt dabei die Übertragung der zur Zielgesellschaft gehörenden Vermögensgegenstände, Rechte und Verbindlichkeiten auf dem Wege der Einzelrechtsnachfolge nach den dafür maßgeblichen Vorschriften. Handelt es sich bei dem Kauf um einen Share Deal, werden die Anteile an der Zielgesellschaft übertragen. Dabei bleibt die Identität der Zielgesellschaft, d.h. alle Eigentumsrechte an materiellen und immateriellen Vermögensgegenständen, Verpflichtungen aus Verbindlichkeiten und Vertragsbeziehungen zu Kunden, Lieferanten, Gläubigern, Mitarbeitern etc. unberührt, da die Anteile an der Gesellschaft selbst verkauft und übertragen werden.

Ein weiterer wichtiger Aspekt der Abgrenzung des Kaufgegenstands ist die Frage, inwieweit Vermögensgegenstände oder Teilbereiche der Zielgesellschaft als nicht betriebsnotwendig für das laufende Geschäft angesehen werden (nicht betriebsnotwendiges Vermögen), so dass im Zuge der Transaktion alternative Szenarien zu ihrer Behandlung im Erwerbsprozess verhandelt werden. Ein typisches Beispiel für nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind Immobilien.

Folgende Konstellationen sind für eine Behandlung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen denkbar:

- Es werden im Zuge eines Asset Deal nur die Vermögensgegenstände veräußert, die als betriebsnotwendig angesehen werden;
- der Käufer erwirbt die gesamte Einheit (Asset Deal oder Share Deal) einschließlich sämtlicher nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte und veräußert diese gegebenenfalls nach Abschluss der Transaktion auf eigenes Risiko weiter;
- der Verkäufer separiert vor der Transaktion die nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte (z.B. durch konzerninternen Verkauf); Kaufgegenstand ist dann die Gesellschaft ohne diese Vermögensgegenstände (Asset Deal oder Share Deal).

Darüber hinaus ist denkbar, dass nicht alle betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände in der Zielgesellschaft vorhanden sind, so dass die Transaktion mit dem zusätzlichen Erwerb von einzelnen Vermögenswerten kombiniert werden muss (kombinierter Asset-Share Deal). Wird beispielsweise eine Tochtergesellschaft aus einem Konzernverbund heraus erworben, während die von ihr genutzten Markenrechte, Rezepturen oder Immobilien von einer anderen Konzerngesellschaft gehalten werden, ist für die Fortführung des operativen Geschäfts eine zusätzliche Vereinbarung (z.B. über Nutzung oder Erwerb) für diese spezifischen Vermögensgegenstände erforderlich.

Die Financial Due Diligence muss sich somit über den gesamten Kaufgegenstand, also auch auf die einzelnen Vermögenswerte erstrecken. Unter Umständen ist es auch erst das Ergebnis einer Due Diligence, dass die für den operativen Geschäftsbetrieb erforderlichen Vermögenswerte nicht vollständig bei der analysierten Zielgesellschaft liegen. In diesen Fällen ist die Financial Due Diligence im Nachgang auf den neuen Erwerbsgegenstand zu erweitern.

Für die Durchführung der Financial Due Diligence ist auch von Bedeutung, ob eine einzelne Gesellschaft, mehrere Schwestergesellschaften, ein Teilkonzern oder ein Konzern erworben werden. Ebenso ergeben sich spezifische Fragestellungen, wenn nur ein Teilbetrieb erworben werden soll, der wirtschaftlich zwar völlig separat agiert, aber rechtlich bislang nicht selbstständig organisiert ist. In diesem Fall kann der Erwerber den Teilbetrieb vor der Transaktion auf eine rechtlich selbstständige Gesellschaft ausgliedern. Alternativ kann der Teilbereich im Rahmen eines Asset Deal erworben werden. In Abhängigkeit von der betreffenden Konstellation sind die finanziellen Informationen, sowohl für die Vergangenheitsdaten als auch für die Geschäftsplanung, auf unterschiedlichen Ebenen vorhanden.

Die Fragen der Financial Due Diligence stellen sich in der Regel aus der Sicht eines potenziellen Erwerbers. Der Erwerber führt eine Analyse der finanziellen Situation des Zielobjektes durch, um einen detaillierten Einblick in die Chancen und Risiken zu erhalten (siehe auch Kapitel 1.1). Gleichermassen ist aber auch ein Verkäufer möglicherweise daran interessiert zu erfahren, was ihn für die Financial Due Diligence bei einem Verkauf erwartet. Diese Vorstellung ist wichtig, um in einem Datenraum die richtigen, entscheidungsrelevanten Informationen zu hinterlegen. Entscheidet sich der Verkäufer für eine Vendor Due Diligence, fällt ihm die Aufgabe der finanziellen Analyse in hohem Maße zu (siehe hierzu Kapitel 1.6).

Die Transaktion selbst und damit auch die Durchführung der Financial Due Diligence werden erheblich davon beeinflusst, ob es sich bei den Vertragsparteien um strategische Investoren oder um Finanzinvestoren handelt, die mit unterschiedlichen Zielen in eine Transaktion gehen. In Abhängigkeit vom Typ des Investors werden erfahrungsgemäß die Schwerpunkte der Financial Due Diligence unterschiedlich liegen.

Finanzinvestoren umfassen klassisch Beteiligungsgesellschaften von Banken und Versicherungen, aber auch Private Equity-Investoren und Venture Capital-Investoren. Finanzinvestoren orientieren sich häufig am Free Cashflow einer Zielgesellschaft und interessieren sich für die Möglichkeiten, die Rendite durch eine geschickte Strukturierung der Transaktion zu steigern (siehe hierzu Kapitel 5.2). Andere Finanzinvestoren fokussieren sich

z.B. auf Familiengesellschaften und stellen primär die Frage, wie die Gesellschaft langfristig ohne Leitung und Unterstützung von bisherigen Eigentümern oder dem zentralen Gründer erfolgreich weitergeführt werden kann.

Demgegenüber suchen strategische Investoren in der Regel eine geeignete Ergänzung zu ihrem vorhandenen Geschäftsmodell. Im Vordergrund steht somit die Analyse von Erfolgsfaktoren des zu akquirierenden Unternehmens und die Identifizierung potenzieller finanzieller Synergien, die im Rahmen der Postmerger-Integration realisiert werden können (siehe hierzu Kapitel 5.3).

Schließlich wird die Durchführung der Financial Due Diligence ganz maßgeblich davon bestimmt, in welcher Form die Transaktion abläuft. Grundsätzlich lassen sich folgende Verfahren unterscheiden:

- Klassische Transaktion
- Bieter-/Auktionsverfahren
- Börsenerwerb bzw. öffentliches Übernahmeverfahren

Beim klassischen Transaktionsprozess gibt es einen oder einige wenige Kaufinteressenten für ein Zielobjekt, die über einen persönlichen Kontakt oder über einen professionellen M&A-Berater (z.B. eine Investmentbank) in das Verfahren eintreten. In solchen Transaktionen, insbesondere wenn sich Verkäufer und potenzieller Käufer über die Transaktion an sich prinzipiell einig sind und die Zielgesellschaft über das Vorhaben informiert ist, gibt es in der Regel einen sehr guten Zugang zu den relevanten Informationen und auch zum Management der Zielgesellschaft. Der typische Ablauf einer klassischen Transaktion beginnt dabei in der Regel mit ersten Gesprächen zwischen Verkäufer und Kaufinteressenten, bei denen auch erste Informationen über die Zielgesellschaft ausgetauscht werden (zur rechtlichen Zulässigkeit der Herausgabe von Informationen siehe Kapitel 1.7). Solche Informationen sind z.B. ein Informationsmemorandum (siehe Kapitel 1.3), der letzte Jahresabschluss, eine Unternehmenspräsentation und eine erste Geschäftsplanung. Bei Konkretisierung des Interesses wird zwischen den Parteien ein so genannter Letter of Intent (LoI) oder Memorandum of Understanding (MoU) vereinbart. Dabei handelt es sich um eine schriftliche Absichtserklärung der Parteien, die in der Regel keine rechtliche Bindung haben soll, insbesondere soweit diese eine Kauf- oder Verkaufsverpflichtung betrifft. Nach Vereinbarung des LoI beginnt die Durchführung der Due Diligence. Nach der Due Diligence und auf der Basis der dort gewonnenen Erkenntnisse verhandeln die Parteien meistens den Kaufvertrag, und kommen – soweit die Verhandlung erfolgreich ist – zum Abschluss der Transaktion

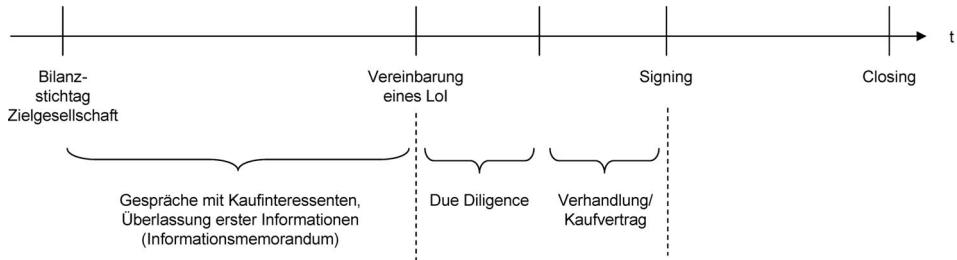


Abb. 1.1: Typischer Ablauf einer klassischen Transaktion

(Signing). Zu einem vertraglich festgelegten oder durch den Eintritt auf schiebender Bedingungen resultierenden Stichtag ist zuletzt durch den Käufer der Kaufpreis zu zahlen und durch den Verkäufer der Kaufgegenstand zu übertragen (Closing). Der eben beschriebene typische Ablauf einer klassischen Transaktion ist in Abbildung 1.1 dargestellt.

Bei einem Bieter- bzw. Auktionsverfahren wird für den Verkauf der Zielgesellschaft ein strukturierter Prozess aufgesetzt, der Zeitrahmen und Vorgehensweise genau reguliert. Der Verkäufer fordert verschiedene von ihm ausgewählte potenzielle Investoren auf, bis zu einem Stichtag ihr Gebot für den Erwerb der Zielgesellschaft abzugeben. Die Rahmenbedingungen sind teilweise schon konkret genannt, z.B. liegt häufig ein Musterkaufvertrag vor, die Kaufpreisformel und Zahlungsbedingungen sind vorgegeben und das Gebot soll auf der Basis einer bestimmten Informationsgrundlage abgegeben werden. Bei diesen Transaktionen sind die Informationen der Financial Due Diligence meistens in einem Datenraum zusammengestellt (siehe Kapitel 1.3) oder gleich als Vendor Due Diligence-Bericht aufbereitet (siehe Kapitel 1.6). Der typische Ablauf eines Auktionsprozesses ist schematisch in Abbildung 1.2 dargestellt.

Ist die Zielgesellschaft börsennotiert, können Anteile über die Börse erworben werden bzw. kann ein öffentliches Übernahmeme Angebot nach §§ 29 ff. Wertpapierübernahmengesetz (WpÜG) abgegeben werden (ein Pflichtangebot ist abzugeben ab einem Stimmrechtserwerb von 30 Prozent). Bei diesen Transaktionen fällt die Financial Due Diligence zwangsläufig relativ »schlank« aus, da einem Erwerber aus rechtlichen Gründen nur Informationen zugänglich gemacht werden dürfen, die dem Kapitalmarkt bzw. der Öffentlichkeit auch bekannt sind (Insiderproblematik).

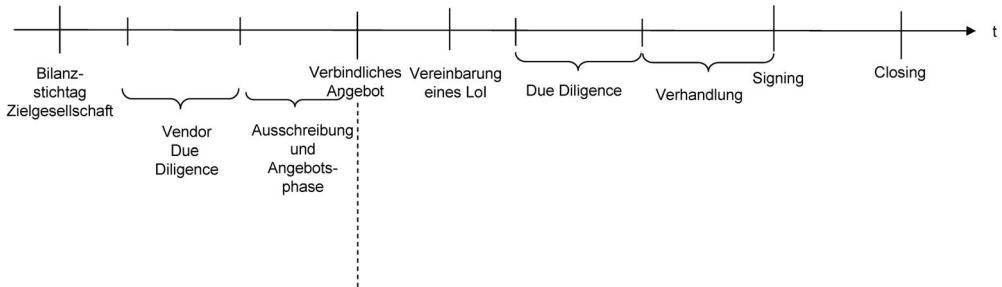


Abb. 1.2: Typischer Verlauf eines Auktionsverfahrens

1.3 Informationsgrundlagen

Informationsquellen, die für die Durchführung einer Financial Due Diligence herangezogen werden können, lassen sich hinsichtlich ihrer Zugänglichkeit in externe und interne Informationen einteilen.

Externe Informationen werden in der Regel vor der eigentlichen Durchführung der Financial Due Diligence recherchiert und ausgewertet. Da die internen Informationsquellen in erster Linie von der subjektiven Sicht des Zielunternehmens bzw. den Absichten des Verkäufers geprägt sind, ist es ratsam, diese Informationen durch externe Informationsquellen zu ergänzen. Solche externen Quellen zur Analyse der finanziellen Situation des Zielunternehmens sind z.B. Veröffentlichungen über das Unternehmen, Branchenberichte, Informationen von Verbänden, Marktforschungsberichte, Pressemitteilungen und Informationen aus dem Internet. Sie bilden eine zusätzliche Informationsbasis des potenziellen Käufers für die erste Verhandlungsphase. Während der Durchführung der Financial Due Diligence geht es somit auch darum, die extern recherchierten Informationen mit den internen Daten abzulegen, um das zunächst gewonnene Bild über die Lage der Zielgesellschaft zu verifizieren. Darüber hinaus kann es unter Umständen erforderlich sein, Auskünfte bei Unternehmensexternen wie Banken, Lieferanten und Kunden einzuholen. In diesen Fällen ist eine Zustimmung der Zielgesellschaft erforderlich, um nicht gegen Geheimhaltungsvereinbarungen zu verstößen.

Interne Informationsquellen sind insbesondere Jahresabschlüsse, Prüfungsberichte, die Kostenrechnung und die Management-Berichterstattung des Zielunternehmens. Ferner zählt hierzu die Planungsrechnung mit Teilplänen wie z.B. Produkt-, Umsatz- und Investitionsplanung sowie zugehörige

ge Plan- und Ist-Vergleiche. Weitere interne Informationsquellen sind Management-Letter, Berichte der internen Revision der Zielgesellschaft und andere Management-Berichterstattungen, Produkt- und Produktgruppenrechnungen sowie Plan-Ist-Vergleiche der Zielgesellschaft. Ein Management-Letter enthält ergänzende organisatorische Informationen und ergänzende Hinweise des Abschlussprüfers an das Management, die sich aus der Jahresabschlussprüfung ergeben haben. Sie enthalten Informationen, die im Rahmen des Gesamturteils oder hinsichtlich der Ordnungsmäßigkeit der Rechnungslegung nicht ins Gewicht fallen oder nicht unmittelbar zum Prüfungsauftrag gehören, die aber an die Unternehmensleitung schriftlich adressiert werden sollen. Der Management-Letter ist nicht Gegenstand des Prüfungsberichtes. Es besteht auch keine Verpflichtung, im Prüfungsbericht auf einen solchen Management-Letter hinzuweisen. Im Rahmen von Bieter- und Auktionsverfahren werden zur ersten Ansprache potenzieller Investoren häufig in einem so genannten Informationsmemorandum durch die den Verkäufer begleitende Investmentbank wichtige Informationen zur Zielgesellschaft in einem Dokument zusammengestellt. Dies umfasst regelmäßig Angaben zur Geschäftstätigkeit des Unternehmens, wichtige operative Kennzahlen und Finanzkennzahlen sowie eine hochaggregierte Geschäftsplanung.

Im weiteren Transaktionsprozess werden auch Vertragsbeziehungen des Unternehmens offengelegt, wie z.B. Anstellungsverträge (anonymisiert), Pensionsvereinbarungen, Darlehensverträge sowie Vereinbarungen mit Lieferanten und Kunden. In diesem Bereich ist ein intensiver Austausch mit den Rechtsanwälten notwendig, die die rechtliche Due Diligence durchführen (siehe Kapitel 1.4).

Eine mögliche gute interne Informationsquelle kann unter Umständen die Verrechnungspreisdokumentation der Zielgesellschaft sein. Diese ist bei international tätigen Konzernen zur steuerlichen Dokumentation der konzernintern verwendeten Abrechnungspreise für Waren und Dienstleistungen in Deutschland vorgeschrieben. Auf Basis von § 90 Abs. 3 Abgabenordnung (AO) ist jeder Steuerpflichtige in Deutschland verpflichtet, Aufzeichnungen über Art und Inhalt seiner Geschäftsbeziehungen zu nahestehenden Personen im Ausland zu erstellen. Art, Inhalt und Umfang dieser Verrechnungspreisdokumentation sind in der Gewinnabgrenzungsaufzeichnungs-Verordnung (GAufzV) geregelt. Ignoriert der Steuerpflichtige seine Aufzeichnungspflichten, sind die Steuerbehörden zu Schätzungen und Strafzuschlägen berechtigt.

Die internen Informationen werden in der Regel vom Verkäufer in einem Datenraum zugänglich gemacht. Der Datenraum wird entweder bei dem

Zielunternehmen selbst oder bei einem Berater des Verkäufers zusammengestellt. Die Einrichtung des Datenraums an einem externen Ort wird oft gewählt, um nicht alle Mitarbeiter der Zielgesellschaft frühzeitig über den Prozess zu informieren. Die Konzentration der erforderlichen Dokumente an einem Ort ist insbesondere dann empfehlenswert, wenn gleichzeitig mehrere Interessenten zum Beispiel im Rahmen eines Bieterverfahrens dieselben Informationen benötigen. Der Inhalt des Datenraums soll durch einen Datenraumindex dokumentiert sein. Dieser gibt einen Überblick darüber, welche Informationen verfügbar und für die Financial Due Diligence von Interesse sind.

Datenräume werden in der Regel nur für kurze Zeit zugänglich gemacht und bieten daher wenig Möglichkeit zur Informationsverarbeitung. Gerade für die Financial Due Diligence ist eine Analyse außerhalb des Datenraumes problematisch, wenn die relevanten Zahlen und Rechenwerke nicht mehr vorliegen. Vor diesem Hintergrund ist es besonders wichtig, die wesentlichen finanziellen Informationen so rasch und so weit wie möglich zu erfassen. In der Praxis werden zunehmend so genannte virtuelle Datenräume eingerichtet, in denen die Dokumente den Interessenten elektronisch zugänglich gemacht werden. Ein virtueller Datenraum ist eine Datenbank-Software im Internet, die eine sichere, unternehmensübergreifende Zusammenarbeit auf Basis eines Web-Browsers ermöglicht. Sie werden meist von darauf spezialisierten Dienstleistern betrieben. Diese richten nach Vorgaben des Verkäufers eine beschränkte Anzahl von Zugangsmöglichkeiten für die verschiedenen Kaufinteressenten ein. Der Zugang ist individuell mit einem Nutzernamen und Kennwort versehen. Dies ermöglicht dem Verkäufer während des Verkaufsprozesses die Häufigkeit des Zugangs und die durch die Interessenten untersuchten Dokumente zu analysieren. Dokumente können einzeln in Stufen zugriffsbeschränkt werden: Ansicht nur am Bildschirm, Druckmöglichkeit und Downloadmöglichkeit. Oft wird den Interessenten auch über die Technik des virtuellen Datenraums eine formalisierte Schnittstelle geboten, Nachfragen nach weiteren Dokumenten und Verständnisfragen an das Management des Verkäufers zu adressieren.

In der Praxis hat es sich bewährt, die Informationsbedürfnisse des Käufers hinsichtlich des Zielunternehmens in Form einer Anforderungs- oder Checkliste zu kommunizieren. Bei der Erstellung der Checkliste sollten die abzufragenden Informationen ausgehend von einer standardisierten Anforderungsliste an den jeweiligen Einzelfall angepasst werden. Dabei bietet es sich an, die benötigten Informationen mit Prioritäten zu versehen.

Durch individualisierte Checklisten können bereits im Vorfeld transaktionsspezifische Schwerpunkte gesetzt werden. Die Vermeidung der Anfor-

derung unnötiger Unterlagen dient der Zeitersparnis in der Due Diligence und einer effizienten Vorbereitung durch das Zielunternehmen bzw. den Verkäufer. Als Ausgangspunkt einer individuellen Checkliste sind im Anhang die wichtigsten Gliederungsinhalte einer Checkliste enthalten (siehe Anhang).

Erfahrungsgemäß ist es sehr effizient, die Financial Due Diligence mit der Durchsicht der Prüfungsberichte zu beginnen. In Abhängigkeit davon, wie ausführlich die prüfende Gesellschaft ihre Prüfungstätigkeit dokumentiert, sind dort gebündelt wichtige Informationen zur finanziellen Vergangenheit dargestellt.

Nicht nur die Einsicht in die zur Verfügung gestellten Dokumente ist relevant. Auch die Durchführung eines Management-Interviews und einer Betriebsbesichtigung sind weitere wichtige Wege der Informationsbeschaffung in der Financial Due Diligence. Sofern möglich, sollte nicht nur das Management, sondern auch andere Mitarbeiter zentraler Funktionen (z.B. Leiter Rechnungswesen, Controlling, interne Revision) des Zielunternehmens befragt werden. Hierdurch können nicht nur die aus der Sichtung des Informationsmaterials gewonnenen Beurteilungen überprüft werden, sondern es kann auch die Einstellung von Management und Mitarbeitern zu der geplanten Transaktion bzw. ihre Kooperationsbereitschaft erkundet werden. Bei manchen Transaktionen ist es üblich, eine offene Gesprächsrunde durchzuführen, in der das Management des Zielunternehmens eine kurze Präsentation zur Einführung und Vorstellung gibt und für Fragen anschließend zur Verfügung steht. Meist wird zur besseren Vorbereitung durch die Kaufinteressenten vorab eine strukturierte Frageliste an das Management versandt. Auch kann das Management anhand der Fragen beurteilen, welche Spezialisten des Unternehmens für einzelne Fragestellungen an diesem Gespräch teilnehmen sollten.

Neben dem Management des Zielunternehmens kann in der Financial Due Diligence der Abschlussprüfer des Zielunternehmens wertvolle Hinweise und Anmerkungen zu den Hintergründen der Rechnungslegung und Bilanzierung geben. Hierbei können unter Umständen sehr effizient Erkenntnisse bezüglich der Jahresabschlussprüfung, der Bilanzierung und der bestehenden Systemabläufe im Rechnungswesen gewonnen werden. Anhand der Prüfungsplanung und der Risikoeinschätzung durch den Abschlussprüfer erhält der Due Diligence-Prüfer einen ersten Überblick über die Qualität des Unternehmens, der finanziellen Informationen sowie der Systemabläufe. Für ein solches Gespräch benötigt der Abschlussprüfer eine Entbindung von seiner Verschwiegenheitspflicht durch seinen Mandanten. Darüber hinaus wird der Abschlussprüfer in der Regel eine Haftungsfrei-

stellung für seine Auskünfte verlangen (Hold Harmless Letter). Ein kritischer Punkt in diesem Zusammenhang ist häufig die Forderung des Abschlussprüfers, auf eine Weiterverwendung der im Gespräch gewonnen Erkenntnisse gegenüber Dritten zu verzichten. Ein Gespräch mit dem Abschlussprüfer ist in der Praxis daher eher selten, da der Abschlussprüfer – wie beschrieben – hohe Anforderungen stellt und nach oft langwierigen Vorbereitungen dennoch nur sehr eingeschränkt zu im Rahmen der Due Diligence verwertbaren Aussagen bereit ist.

1.4 Interdependenzen der Financial Due Diligence mit anderen Due Diligence-Teilprüfungen

Eine Due Diligence umfasst in der Regel mehrere Teilprüfungen unter verschiedenen Aspekten. Die häufigsten Teilprüfungen sind die Legal, die Tax, die Commercial und die Financial Due Diligence.

In der *Legal Due Diligence* sollen rechtliche Risiken evaluiert werden. Dabei werden die gesellschaftsrechtlichen Strukturen des Zielunternehmens, die rechtlichen Verhältnisse hinsichtlich maßgeblicher Vermögensgegenstände und die Rechtsbeziehungen zu Dritten analysiert. Neben allgemeinem Zivil-, Handels- und Gesellschaftsrecht sind häufig unter anderem die Rechtsgebiete Arbeitsrecht, Immobilienrecht und Marken- sowie Patentrecht relevant.

Die *Tax Due Diligence* überprüft die gesamte steuerliche Situation des Unternehmens und zielt darauf ab, mögliche Risikopotenziale im Sinne verdeckter möglicher Steuernachforderungen aufzudecken. Zu den Aufgaben der Tax Due Diligence wird auch die steuerlich optimale Gestaltung der Akquisition für Käufer und Verkäufer gezählt (Akquisitionsstruktur).

Als *Commercial* oder *Market Due Diligence* bezeichnet man die Analyse des wirtschaftlichen Umfeldes, der Marktposition und der Organisationsstruktur des Zielunternehmens. Sie deckt hauptsächlich Fragen der derzeitigen Marktposition des Zielunternehmens, seiner Produkte und Vertriebswege und der zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten des Zielunternehmens ab.

Zusätzlich existieren noch einige weitere Teilprüfungen:

- Bei der *Environmental Due Diligence* geht es um die Identifizierung und Bewertung von Umweltrisiken, wie sie beispielsweise durch Altlasten in Böden und Gebäuden oder durch laufende Produktionsverfahren entstehen können.

- Eine *Technical Due Diligence* wird durchgeführt, wenn der Zustand der technischen Ausstattung und des Entwicklungsstands der Produkte des Zielunternehmens für die Akquisition von Interesse sind. Ein IT Audit wird eingesetzt, wenn die verwendete EDV Hard- und Software des Zielunternehmens auf ihren Stand und ihre weitere Verwendbarkeit geprüft werden soll.
- Die *Human Ressource Due Diligence* bezieht sich auf die Qualität des Personalbestands, insbesondere des Managements, und ist v.a. bei Forschungs- und Dienstleistungsunternehmen relevant. Bei der *Organizational Due Diligence* liegt der Schwerpunkt der Untersuchungen auf der Analyse der im Unternehmen zu besetzenden Stellen und der Klärung des Potenzials von Maßnahmen die Stellenbesetzungen zu optimieren.
- Eine *Cultural Due Diligence* hat die Aufgabe, die Unternehmensphilosophie des Zielunternehmens oder seine ethische Grundposition zu analysieren, um Schwierigkeiten im Rahmen der bevorstehenden Eingliederung der Neuakquisition in das Erwerberunternehmen vorzubeugen. Sie wird meist nur bei länderübergreifenden Akquisitionen durchgeführt.

Bei der Due Diligence gibt es immer wieder Informationen und Dokumente, die für mehrere Teilprüfungen relevant sind. Diese Informationen werden jedoch in den einzelnen Teilprüfungen in der Regel aus unterschiedlichen Perspektiven bewertet. Ferner besteht oft eine Vielzahl von Schnittstellen und Überschneidungen der einzelnen Gegenstandsbereiche sowie Wechselwirkungen zwischen den Untersuchungsgebieten einer Due Diligence. Eine verlässliche Analyse der Umsatzplanung innerhalb der Financial Due Diligence kann beispielsweise nur erfolgen, wenn dabei auch die Produktpalette und die Entwicklung der relevanten Märkte analysiert werden. Werden beispielsweise rechtliche Risiken wie eine bevorstehende Rechtsstreitigkeit aufgrund eines drohenden Produkthaftungsfalls entdeckt, wird in der Legal Due Diligence die Durchsetzbarkeit dieses Rechtsanspruchs untersucht. Im Rahmen der Financial Due Diligence ist hingegen zu prüfen, ob bereits ausreichend Rückstellungen für dieses Risiko gebildet worden sind. Darüber hinaus ist zu untersuchen, inwieweit die Planung das Risiko des Mehraufwands für eine eventuelle Rückrufaktion berücksichtigt. Der Financial Due Diligence-Prüfer kann dieses Risiko beispielsweise durch eine Szenario-Rechnung quantifizieren, um damit die möglichen Konsequenzen dieses Risikos für die wirtschaftliche Situation des Zielunternehmens transparent zu machen. Ein typisches Beispiel für die Interdependenz zwischen Legal und Financial Due Diligence sind so ge-

nannte Change-of-Control-Klauseln. So können z.B. in den Dienstverträgen der Geschäftsleitung Sonderkündigungsrechte und hohe Abfindungsbeträge für den Fall vorgesehen sein, dass ein Wechsel des Mehrheitseigentümers der Gesellschaft stattfindet. Diese Klauseln können zu hohen unerwarteten finanziellen und organisatorischen Belastungen nach dem Erwerb führen. Auch in konzernweiten Softwarelizenzvereinbarungen können Klauseln enthalten sein, die niedrige Lizenzraten für Tochtergesellschaften des Konzerns von deren weiteren Zugehörigkeit zum Konzern abhängig machen.

Werden bei einer Tax Due Diligence zum Beispiel Risiken in der Höhe der vereinbarten konzerninternen Verrechnungspreissätze entdeckt, dann ist in der Financial Due Diligence-Prüfung zu untersuchen, ob möglichen Nachforderungen der Finanzverwaltung durch entsprechende Rückstellungen Rechnung getragen worden ist und ob dieses Risiko bereits in der Geschäftsplanung berücksichtigt wurde. Darüber hinaus sind die Planzahlen der Gesellschaft dahingehend zu überprüfen, ob die angenommenen Verrechnungspreise den Anforderungen der Finanzverwaltung entsprechen und angemessen sind. Möglicherweise ist hier eine Korrektur vorzunehmen, die nicht nur eine einmalige Zahlung beinhaltet, sondern einen erheblichen Einfluss auf die langfristige Ergebnissituation des Zielunternehmens haben kann.

Enge Interdependenzen ergeben sich auch zur Commercial Due Diligence. Beispielsweise könnte in der Commercial Due Diligence herausgearbeitet werden, dass der für das Unternehmen relevante Markt in den nächsten Jahren gemäß Expertenschätzungen voraussichtlich um fünf Prozent wachsen wird. Die Analyse der Planungsrechnung im Rahmen der Financial Due Diligence könnte hingegen zeigen, dass eine Wachstumsrate der prognostizierten Umsätze in Höhe von sieben Prozent unterstellt wird. Falls das Umsatzwachstum des Zielunternehmens auch in der Vergangenheit eher unterhalb des Marktes lag, sind die Prämissen der Planungsrechnung verstärkt zu hinterfragen beziehungsweise sogar nach unten anzupassen (siehe auch Kapitel 4.3.3).

Der Erfolg einer Transaktion steht in einem Spannungsfeld zwischen Effizienz und Qualität der Durchführung. Aufgrund der knapp bemessenen Zeit der Due Diligence-Prüfung ist es wichtig, dass Doppelarbeit von den einzelnen Due Diligence-Teams vermieden wird. Zugleich ist sicher zu stellen, dass wichtige Sachverhalte unter allen Aspekten (Legal, Financial, Tax, Commercial etc.) untersucht werden. Für die Qualität der Ergebnisse ist insgesamt von großer Bedeutung, dass eine enge Abstimmung zwischen den Teilbereichen und ein ständiger Austausch von Informationen und Er-

kenntnissen erfolgt. Die Ergebnisse der anderen Due Diligence-Teilprüfungen sind also daraufhin zu untersuchen, welche wirtschaftlichen Folgen sich für die Zielgesellschaft aus ihnen ergeben können.

1.5 Organisation einer Financial Due Diligence

Ein Due Diligence-Team umfasst eine Vielzahl unterschiedlicher Parteien. Der Käufer selbst involviert neben der Geschäftsleitung für einzelne Fragestellungen zahlreiche interne Abteilungen wie Rechts- und Steuerabteilung, Einkauf, Vertrieb, EDV etc. Daneben beauftragt der Käufer meist zur begleitenden Beratung eine Investmentbank, Rechtsanwälte zur Kaufvertragsverhandlung, Unternehmensberater zu strategischen Fragen und Fragen zu Markt und Wettbewerb, Wirtschaftsprüfer oder Corporate Finance-Berater zur Financial Due Diligence sowie Steuerberater zur Tax Due Diligence und steuerlichen Strukturierung der Transaktion.

M&A-Transaktionen laufen in der Regel unter hohem Zeitdruck ab. Der Datenraum ist meistens nur eine bestimmte Zeit geöffnet, andere Interessenten treiben die Verhandlungen voran und die Parameter der Transaktion können sich im Zeitablauf ändern. Folglich müssen viele Informationen in einer äußerst kurzen Zeitspanne ausgewertet und die wesentlichen Ergebnisse der Due Diligence-Prüfung übersichtlich zusammengestellt werden.

Bei einer Transaktion werden daher meistens auch externe Teams für die Due Diligence beauftragt. Externe Due Diligence-Teams stellen einer Vertragspartei zusätzliche Kapazitäten zur Verfügung und können ihre Erfahrungen aus anderen Transaktionen einbringen.

In den Fällen, in denen ein externes Due Diligence-Team für die Financial Due Diligence beauftragt wird, sollte der Auftraggeber folgende Aspekte berücksichtigen:

- (a) Auswahl eines Due Diligence-Teams,
- (b) Festlegung des Due Diligence-Programms und
- (c) Organisation und Steuerung des Due Diligence-Teams.

Zu a. Auswahl eines Due Diligence-Teams

Bei der Auswahl des Financial Due Diligence-Teams ist der Auftraggeber in einem M&A-Prozess grundsätzlich frei. Die Financial Due Diligence kann, muss aber nicht, an Wirtschaftsprüfer bzw. eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vergeben werden. Auch auf Transaktionsgeschäfte spezialisierte Unternehmens- und Corporate Finance-Berater werden für diese

Aufgabe mandatiert. Die Jahresabschlussprüfer der Zielgesellschaft und des Käufers sind meist aus berufsständischen und rechtlichen Anforderungen an ihre Unabhängigkeit heraus an einer Annahme solcher Mandate gehindert.

Im Vorfeld der Transaktion können mehrere Due Diligence-Anbieter aufgefordert werden, ein Angebot abzugeben, in dem sie Vorgehen, Team, Prüfungsablauf und erwartetes Honorarvolumen konkretisieren. Um eine Vorstellung über die Erfahrung des Due Diligence-Teams in ähnlichen Transaktionen zu erhalten, sollte nach aktuellen Referenzen der Beratungsgesellschaft und den Qualifikationen sowie Erfahrungen der einzelnen Teammitglieder gefragt werden.

Ein Financial Due Diligence-Prüfer sollte in den folgenden Themengebieten ausreichende Qualifikationen aufweisen:

- Nationale (HGB) und internationale Rechnungslegung (International Accounting Standards (IAS)/International Financial Reporting Standards (IFRS) bzw. US-GAAP),
- Geschäftsplanungsanalyse,
- Steuer- und Gesellschaftsrecht,
- Branchenkenntnisse sowie
- Sensibilität für angrenzende Problemfelder.

Grundvoraussetzung sind in jedem Fall vielfältige Erfahrungen aus bereits durchgeföhrten Transaktionen. Wichtig ist, dass der Due Diligence-Prüfer die Schnittstellen zu angrenzenden Problemfeldern erkennt und während des Prozesses berücksichtigt. Nur so kann gewährleistet werden, dass Risiken in der Transaktion umfassend und vollständig identifiziert werden.

Zu b. Festlegung des Due Diligence-Programms

Das Due Diligence-Programm sollte der Auftraggeber auf seine konkreten Bedürfnisse und Ziele ausrichten. Auch wenn die Elemente einer Financial Due Diligence (Vergangenheitsanalyse, Verifizierung Geschäftsplanung) prinzipiell gleich gewichtet sind, kann eine Financial Due Diligence in ganz unterschiedlichen Intensitäten durchgeführt werden. Der Due Diligence-Prüfer kann sowohl mit einer umfassenden Due Diligence beauftragt werden als auch nur ausgewählte Aspekte analysieren. Steigenden Kosten der Due Diligence durch höheren Prüfungsumfang stehen dabei höhere Aufdeckungswahrscheinlichkeiten für die vorab nicht quantifizierbaren Risiken des Zielunternehmens entgegen.

Bei einer Financial Due Diligence sollten im Vorfeld mit dem Due Diligence-Prüfer die Schwerpunkte der Analyse besprochen werden. Dabei ist auf eine ergebnisorientierte Prüfung Wert zu legen und zu bestimmen, welche Aspekte für die Kaufentscheidung relevant sind.

Umfang und Intensität der Due Diligence hängen zum großen Teil allerdings von den verfügbaren Daten im Datenraum sowie von den Regeln ab, die der Verkäufer für die Sichtung des Informationsmaterials bzw. für die Nutzung des Datenraumes festlegt. Für den Prüfer sind die Bedingungen besonders erschwert, wenn im Datenraum keine Kopien erstellt werden dürfen und Datenmaterial nur während der Öffnungszeiten erfasst werden kann.

Wichtig ist, dass zwischen dem Due Diligence-Prüfer und seinem Auftraggeber vereinbart wird, in welcher Form und in welchem Umfang die Ergebnisse zur Verfügung gestellt werden sollen. Es kann zum einen ein ausführlicher Due Diligence-Bericht erstellt werden, in dem das Zielunternehmen sowie das Markt- und Wettbewerbsumfeld genau dargestellt sind. Zum anderen können auch nur die wesentlichen Ergebnisse in einem Kurzbericht zusammengefasst sein.

Bei der Darstellung der Ergebnisse sollte deutlich werden, welche Daten ursprünglich von dem Zielunternehmen bzw. dem Verkäufer kommen und in welcher Form und in welchem Umfang der Due Diligence-Prüfer Bereinigungen und Modifizierungen vorgenommen hat. Folgende Bestandteile kann der Bericht einer Financial Due Diligence in einer ausführlichen Version beispielsweise enthalten:

- Zusammenfassung (Executive Summary),
- Auftrag und Auftragsumfang,
- wesentliche Informationen und Unterlagen, die zur Verfügung standen und ausgewertet wurden,
- Benennung von Auskunftspersonen,
- Darstellung der Vergangenheitsdaten,
- Analyse der Vergangenheitsdaten, z.B. gegliedert nach den wesentlichen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), der Bilanz und der Cashflow-Rechnung sowie jeweils integrierte Kennzahlenanalyse,
- Darstellung der Geschäftsplanung,
- Analyse der Planung, z.B. gegliedert nach den wesentlichen Positionen der GuV, der Planbilanz und der Finanzplanung sowie jeweils integrierte Kennzahlenanalyse,
- Sensitivitätsanalyse der Planung bezüglich zentraler Annahmen,

- Zusammenfassung z.B. als Stärken-Schwächen-Chance(n)-Risiko-Profil (Strengths-Weaknesses-Opportunities-Threats: SWOT-Analyse),
- gegebenenfalls Empfehlungen für erste Integrationsmaßnahmen nach Erwerb des Unternehmens.

Zu c. Organisation und Steuerung des Due Diligence-Teams

Die Größe des Due Diligence-Teams hängt von der Größe des Zielunternehmens und dem gewählten Aufgabenumfang ab. Je größer das Due Diligence-Team ist, desto mehr Kapazitäten stehen für eine (schnelle) Analyse zur Verfügung und desto problematischer ist die Abstimmung untereinander.

Bei der Financial Due Diligence wird es vor allem darauf ankommen, ausreichend Kapazitäten im Datenraum zu haben, um im Rahmen der Öffnungszeiten die erforderlichen Daten zu erfassen.

In der Praxis hat es sich bewährt, am Ende jeden Tages im Datenraum mit dem gesamten Team des Due Diligence-Prüfers zu allen Teilprüfungen ein kurzes »Debriefing« durchzuführen. In dem Debriefing sollte der Prüfer dem Auftraggeber die wesentlichen Ergebnisse des Tages berichten. Daraufhin kann die Planung für den nächsten Prüfungstag besprochen und gegebenenfalls die Prüfungsschwerpunkte angepasst werden.

In der Financial Due Diligence bietet es sich in der Regel an, die Aufgaben nach Analyse der Vergangenheit einerseits und die Analyse der Planung andererseits zu trennen. Zusätzlich können verschiedene Beteiligungen, Teilkonzerne oder Geschäftsbereiche auf einzelne Teammitglieder verteilt werden. Der Teamleiter muss dann sicherstellen, dass die Teilanalysen ineinander greifen.

1.6 Vendor Due Diligence

In den meisten Fällen wird eine Financial Due Diligence vom potenziellen Käufer (bzw. von den beauftragten Beratern) durchgeführt. Inzwischen wird eine Financial Due Diligence aber auch immer häufiger vorab von dem Verkäufer als eine so genannte Vendor Financial Due Diligence (oder auch Sell-Side Due Diligence) initiiert. Die Financial Due Diligence wird dabei zwar im Auftrag des Verkäufers, jedoch aus Sicht eines potenziellen Käufers vorgenommen. Die Aussagekraft und Qualität einer Vendor Due Diligence sollten für den Käufer mit denen einer traditionellen so genannten Buy-Side Due Diligence übereinstimmen. Dafür muss das vom Verkäufer beauftragte Prüfungssteam unabhängig sein und die Lage des Zielunternehmens objek-

tiv darstellen. Die Durchführung einer Vendor Due Diligence erfolgt im Unterschied zu einer käuferseitigen Due Diligence bereits in einer relativ frühen Phase des Transaktionsprozesses. In der Praxis wird mit der Vendor Due Diligence parallel zur oder kurze Zeit nach Beginn der Erstellung des Informationsmemorandums begonnen.

Eine solche Sell-Side Due Diligence kommt typischerweise dann zum Einsatz, wenn mehrere potenzielle Käufer – beispielsweise im Rahmen eines Bieterverfahrens – an einem Zielobjekt interessiert sind und die vorzeitige Einräumung von Exklusivität an nur einen Käufer vermieden werden soll. Eine Vendor Due Diligence eignet sich auch für besonders komplexe Transaktionen wie das Herauslösen von Unternehmensteilen aus dem Unternehmens- oder Konzernverbund (Carve Outs) oder bei grenzüberschreitenden Sachverhalten.

Da ein Verkäufer nicht die Interessenschwerpunkte eines jeden möglichen Bieters kennen kann, empfiehlt es sich, in der Vendor Due Diligence auf allgemeine Kernpunkte des Unternehmens einzugehen, die für jeden Käufer interessant sein können. Die Prüfung wird in der Regel somit eine Financial und eine Commercial Due Diligence beinhalten. Der Vendor Due Diligence-Bericht wird normalerweise – nach Berücksichtigung bestimmter vertraglicher Regelungen wie eines Hold Harmless-Letters (siehe Kapitel 1.3) – den Interessenten zur Verfügung gestellt, die sich auf Basis ihrer indikativen Angebote für die zweite Auktionsrunde qualifiziert haben.

Bei großen Transaktionen kann der Informationsumfang im Vendor Due Diligence-Bericht für strategische Investoren und Finanzinvestoren unterschiedlich gestaltet werden. So kann z.B. eine frühzeitige Informationsfreigabe bzgl. Kunden und Lieferanten vor allem an (derzeitige) Wettbewerber vermieden werden (siehe auch Kapitel 1.7).

Angesichts der hohen Kosten, die häufig mit einer Vendor Due Diligence einhergehen, stellt sich die Frage, welche Vorteile sich daraus für die beteiligten Parteien ergeben.

Der Vorteil für den Verkäufer liegt darin, dass der Transaktionsprozess insbesondere bei einer Vielzahl von Kaufinteressenten beschleunigt wird und alle Interessenten den gleichen Kenntnisstand über das Zielunternehmen haben. Außerdem behält der Verkäufer die Kontrolle über den Verkaufsprozess sowie über die Weitergabe von vertraulichen Informationen. Die Bereitstellung des Vendor Due Diligence-Berichts senkt die Transaktionskosten und ermöglicht es mehreren Parteien am Bieterstreit teilzunehmen, was tendenziell zu einem höheren Verkaufspreis führen soll(te). Außerdem kann die Exklusivität für einzelne Investoren zeitlich nach hinten verlagert werden. Zusätzlich erhält der Verkäufer durch den Vendor Due Di-

ligence-Prozess die Möglichkeit, vor dem eigentlichen Verkaufsprozess seine Unterlagen systematisch zu kontrollieren. Dabei können eventuelle Unklarheiten in der Dokumentation oder bislang unzureichend adressierte Risiken vorab geklärt und so ein negativer erster Eindruck der späteren Kaufinteressenten vermieden werden.

Umgekehrt kann der potenzielle Käufer auf der Basis einer systematisch aufbereiteten und objektiven Datengrundlage das Zielunternehmen bewerten und darauf aufbauend eine Kaufpreisvorstellung entwickeln. Das eigene Angebot kann damit auf einer wesentlich besseren Datenbasis abgegeben werden und somit auch ein angemesseneres Preisangebot enthalten als bei alleiniger Stützung auf das Informationsmemorandum. Außerdem sind auch die Kosten für die nicht erfolgreichen Bieter geringer, da keine umfangreiche eigene Due Diligence in Auftrag gegeben werden muss. Durch diese geringeren anfänglichen Transaktionskosten ist mit einer zahlreichen Teilnahme von Interessenten zu rechnen.

Trotz dieser Vorteile besteht bei einer Vendor Due Diligence dennoch die Gefahr, dass die Daten des Vendor Due Diligence-Berichts schnell an Aktualität verlieren, da die Due Diligence in einem relativ frühen Stadium des Transaktionsprozesses, nämlich vor Beginn des Bieterverfahrens, durchgeführt worden ist. Folglich müssen die Untersuchungen häufig aktualisiert bzw. erweitert werden. Eine eigenständige Financial Due Diligence des Käufers kann durch eine Vendor Due Diligence demnach nicht vollständig ersetzt werden. Trotzdem gestaltet eine Vendor Due Diligence ein Transaktionsgeschäft aufgrund der oben genannten Vorteile für alle Beteiligten – insbesondere bei einem Verkaufsprozess mit mehreren Interessenten – effizienter.

Eine weitere Möglichkeit für den Verkäufer den Transaktionsprozess über Berater aktiv zu unterstützen, ist die Beauftragung von *Vendor Assistance*. Hierunter versteht man eine aktive Begleitung des Prozesses durch die Berater des Verkäufers während der gesamten Transaktion. Hierzu kann unter anderem die Unterstützung bei Verkaufsvorbereitungen, Beratung bei der Erstellung eines Datenraums und eine Aufbereitung der finanziellen Daten in Form eines Vendor Assistance-Berichts zählen.

Die wesentlichen Unterschiede einer Vendor Assistance im Vergleich zu einer Vendor Due Diligence bestehen darin, dass der Verkäufer den Umfang der Vendor Assistance selbst festlegt und die Dienstleistung der Berater nicht unabhängig aus Sicht eines potenziellen Käufers erbracht wird.

1.7 Rechtliche Aspekte

Eine Due Diligence ist in der letzten Zeit immer mehr zum integralen Bestandteil und Standard bei der Durchführung von Unternehmenstransaktionen avanciert. Sie soll dem Kaufinteressenten im Rahmen von Unternehmensakquisitionen ermöglichen, den Informations- und Wissensvorsprung des Veräußerers hinsichtlich des Zielobjekts zumindest teilweise zu kompensieren. Eine systematische und detaillierte Untersuchung und Analyse des Unternehmens bieten dem Erwerber dabei eine geeignete Möglichkeit, Risiken, die sich aus den entsprechenden Gegebenheiten des Unternehmens ergeben können, herauszufiltern (Risikoermittlungsfunktion) und auch etwaige Mängel am Kaufobjekt aufzudecken (Gewährleistungsfunktion). Dabei können Gegenstand und Umfang einer Due Diligence je nach Fallkonstellation unterschiedlich und facettenreich ausfallen. Die Ergebnisse einer Due Diligence dienen dem Erwerber nicht zuletzt als Entscheidungsgrundlage, entweder von dem geplanten Geschäft ganz Abstand zu nehmen oder zumindest Aufschluss darüber zu erhalten, welche Aspekte besondersklärungs- und regelungsbedürftig sind. Im Folgenden soll kurz auf einige rechtliche Aspekte eingegangen werden, die die Geschäftsführungen bei der Durchführung einer Due Diligence zu beachten haben. Insbesondere soll hierbei auf die Berechtigung der Geschäftsführung einer GmbH und des Vorstands einer AG zur Herausgabe von gesellschaftsinternen Informationen bei Zusammenstellung eines Datenraums sowie auf Probleme des Insiderhandels bei der börsennotierten AG als auch der Haftung des Geschäftsführers der Käufergesellschaft bei unterlassener Due Diligence eingegangen werden.

(a) Berechtigung zur Herausgabe von Informationen durch die Zielgesellschaft

Besondere praktische Bedeutung haben rechtliche Grenzen der Informationsgewährung im Rahmen einer Due Diligence-Prüfung bei der Aktiengesellschaft (AG). Diese Gesellschaftsform ist im Gegensatz zur GmbH insbesondere dadurch gekennzeichnet, dass die Aktionäre grundsätzlich nicht an der Geschäftsführung mitwirken und hinsichtlich gesellschaftsinterner Informationen nur begrenzte Informationsrechte haben. Insbesondere steht Aktionären – anders als bei Gesellschaftern einer GmbH – kein Weisungsrecht gegenüber dem Vorstand der Aktiengesellschaft in Geschäftsführungsangelegenheiten zu.

Im Mittelpunkt der Diskussion um die Gestaltung der Due Diligence bei der Aktiengesellschaft steht einerseits die Verpflichtung des Vorstands, über

vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft Stillschweigen zu bewahren (§ 93 Abs. 1 Satz 2 Aktiengesetz (AktG)). Andererseits hat der Vorstand gem. § 76 Abs. 1 AktG die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Die wohl herrschende Meinung billigt dem Vorstand daher einen Entscheidungsspielraum dahingehend zu, dass dieser im Rahmen der Ausübung seines pflichtgemäßen Ermessens dann bestimmte gesellschaftsinterne Informationen offenlegen darf, wenn das Unternehmensinteresse an der Offenlegung bzw. der dahinter stehenden Transaktion das Geheimhaltungsinteresse überwiegt. Das Unternehmensinteresse kann daher ausnahmsweise gebieten oder zumindest rechtfertigen, Verschwiegenheits- und Neutralitätspflichten zu durchbrechen. Sofern die Transaktion im überwiegenden objektiven Unternehmensinteresse liegt, ist eine Offenlegung zulässig. Bei der Entscheidung darüber hat der Vorstand grundsätzlich eine umfassende Abwägung der Interessen der Gesellschaft und aller Beteiligten, einschließlich ihrer Aktionäre, vorzunehmen. Denkbare Aspekte für das Vorliegen eines solchen überwiegenden objektiven Unternehmensinteresses sind:

- Das Erreichen einer wettbewerbsfähigen Größe durch Integration in einen größeren Unternehmensverbund und dadurch die Ausweitung oder Festigung von bestehenden Geschäftsfeldern die Erschließung neuer Märkte und Kunden sowie möglicherweise von zusätzlichem Know-how;
- das Schaffen von Synergien und Einsparpotenzialen;
- die Zufuhr frischen Kapitals aufgrund der Finanzkraft oder der strategischen Positionierung des neuen Aktionärs ggf. verbunden mit einer klaren Aussage des bisherigen Großaktionärs nicht bereit zu sein, weitere (notwendige) Finanzmittel in die Gesellschaft investieren zu wollen;
- die Sicherung der Standorte und Beschäftigungsbedingungen der Arbeitnehmer;
- die Ausweitung oder Festigung von Lieferbeziehungen durch den veränderten Gesellschafterkreis sowie
- die Reaktion auf Veränderungen in der Branche, etwa im Hinblick auf etwaige Konsolidierungstendenzen.

Die Entscheidungskompetenz über die Zulassung der Due Diligence fällt also nach allgemeiner Ansicht in die Kompetenz des Vorstands einer AG. Aufsichtsrat und Hauptversammlung müssen nach überwiegender Meinung grundsätzlich nicht konsultiert werden. Insbesondere kann der Vorstand auch nicht auf Basis eines Hauptversammlungsbeschlusses angewiesen

werden, Informationen an Erwerbsinteressenten herauszugeben. Etwas anderes gilt dann, wenn eine Interessenkollision oder die Gefahr einer solchen im Vorstand besteht. In diesen Fällen wird der Aufsichtsrat in analoger Anwendung zu § III Abs. 4 Satz 2 AktG verlangen können, dass bestimmte Due Diligence-Maßnahmen nur mit seiner Zustimmung vorgenommen werden.

Hat sich der Vorstand nach Abwägung aller Vor- und Nachteile dafür entschieden, eine Due Diligence zu gestatten, so trifft ihn nunmehr die Pflicht, effektive inhaltliche und prozedurale Sicherheitsvorkehrungen zu implementieren. Die Weitergabe vertraulicher Daten richtet sich zum einen nach der Person des Empfängers und zum anderen nach dem Stadium der Verhandlungen und der Ernsthaftigkeit der Erwerbsabsichten. Es wird allgemein gefordert, dass die Ernsthaftigkeit der Erwerbsabsicht in einem Letter of Intent zum Ausdruck gebracht werden muss.

Sensible Daten können Wettbewerbern erst dann zur Verfügung gestellt werden, wenn eine sehr überwiegende Wahrscheinlichkeit für die Durchführung der Transaktion besteht. In einem frühen Stadium der Transaktion wird es nur sehr eingeschränkt zulässig sein, Informationen direkt an den Kaufinteressenten weiterzugeben. Vielmehr wird es in dieser Phase erforderlich sein, den Kaufinteressenten das abstrakte Ergebnis einer von einem neutralen Prüfer vorgenommenen Due Diligence im Rahmen einer so genannten Vendor Due Diligence mitzuteilen.

Um die mit der Zulassung einer Due Diligence verbundenen Risiken möglichst gering zu halten, ist der Vorstand verpflichtet, vor der Offenlegung von Informationen mit dem Erwerbsinteressenten eine Vertraulichkeitsvereinbarung abzuschließen. Da eine Verletzung der Vertraulichkeitsvereinbarung und ein Missbrauch der zur Verfügung gestellten Informationen in der Regel schwierig zu beweisen sein wird, sollte der Vorstand versuchen, die Einhaltung der Verpflichtungen aus den Vertraulichkeitsvereinbarungen etwa durch Vereinbarung einer Vertragsstrafe oder Beweislastvereinbarungen zu sichern.

Wie eingangs erwähnt, ist die Rechtslage bei der GmbH etwas anders. Denn grundsätzlich hat jeder Gesellschafter einer GmbH einen Anspruch, unverzüglich Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft und Einsicht in die Bücher zu verlangen (§ 51a GmbH-Gesetz (GmbHG)). Allerdings kann auch hier eine Auskunft und Einsicht verweigert werden, wenn zu befürchten ist, dass der Gesellschafter sie zu gesellschaftsfremden Zwecken verwenden und der Gesellschaft oder einem verbundenen Unternehmen einen nicht unerheblichen Nachteil zufügen wird. Auch in der GmbH besteht ein Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft, jedoch ist der Geschäftsführer einer GmbH im Gegensatz zum Vorstand einer AG weisungsbunden.

Für die praktische Handhabung bedeutet dies, dass die Geschäftsführung einer GmbH vor Beginn einer Due Diligence-Prüfung einen Gesellschafterbeschluss herbeiführen sollte, in dem detailliert dargelegt wird, welche Informationen an Erwerbsinteressenten in welchem Stadium des Verkaufsprozesses gegeben werden dürfen.

Zu beachten ist ferner, dass bestimmte Informationen in einer Due Diligence unter keinen Umständen zur Verfügung gestellt werden können. Dies betrifft insbesondere sämtliche Verträge zwischen dem Unternehmen und einem Dritten, z.B. Kunden, die eine Geheimhaltungsvereinbarung enthalten. Sollten diese Informationen dennoch im Datenraum zur Verfügung gestellt werden, bedarf es der Einwilligung des Dritten zur Offenlegung.

(b) Insiderhandel

Da der Käufer im Rahmen von Due Diligence-Prüfungen detaillierte Einblicke in das Zielunternehmen erhält, stellt sich bei börsennotierten Aktiengesellschaften die Frage der Vereinbarkeit einer Due Diligence mit dem Verbot des Insiderhandels. Durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28. Oktober 2004 wurde der Wortlaut des Verbots von Insidergeschäften nach § 14 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) geändert. In der alten Rechtslage war anerkannt, dass keine Einschränkungen für eine Due Diligence wegen der Regelungen des WpHG bestanden. Durch die Gesetzesänderung aber wurde fraglich, ob der Anteilserwerb nach einer durchgeführten Due Diligence noch zulässig ist oder schon strafbaren Insiderhandel darstellt. Der Käufer erlangt im Rahmen einer Due Diligence nicht öffentliche Informationen, die im Falle eines öffentlichen Bekanntwerdens erheblichen Einfluss auf den Börsenkurs haben könnten.

Wenn die Neufassung des § 14 WpHG eine Änderung der Zulässigkeit der Verwendung von aus einer Due Diligence gewonnenen Informationen bei einem Unternehmenskauf nach sich zöge, hätte dies in Anbetracht des Nutzens und der Ziele einer Due Diligence gravierende Folgen für die Praxis des Transaktionsgeschäfts. Die Prüfung der Zielgesellschaft durch den Erwerber in finanzieller, rechtlicher und steuerlicher Sicht ist bei dem Erwerb ganzer Unternehmen und großer Beteiligungen in der Praxis heutzutage eigentlich nicht mehr wegzudenken (siehe auch Kapitel 6).

Bei der Beurteilung, ob strafbarer Insiderhandel vorliegt, kommt es auf den Bestand einer kausalen Verbindung zwischen Kenntnis der Insiderinformation und dem Kaufvorgang an. Auf die Notwendigkeit dieser Kausalität wird auch in dem von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) herausgegebenen Emittentenleitfaden hingewiesen: Ein in Folge der Ergebnisse einer Due Diligence verändertes Käuferverhalten kann

strafbaren Insiderhandel darstellen, wenn zweifelsfrei ein Verwenden von Insiderinformationen vorliegt. Als Beispiel wird angeführt, wenn der Käufer aufgrund der aus der Due Diligence erhaltenen Informationen weitere Käufe über den ursprünglich geplanten Umfang hinaus tätigt (so genannte *Alongside-Käufe*). Im Ergebnis habe sich hier die Rechtslage im Vergleich zur alten aber nicht geändert.

Das Verwenden einer strafbaren Insiderinformation scheidet also in der Regel aus, wenn ein potenzieller Erwerber im Rahmen seiner Akquisitionsstrategie die Zielgesellschaft zuerst prüft und dann kauft. Bestand der Plan zum Erwerb von Anteilen bereits vor der Due Diligence, war die Transaktion auch ohne Kenntnis der Insiderinformation beabsichtigt und letztere wird mithin im Rahmen der Kaufentscheidung nicht verwendet. Auch das Entdecken weiterer positiver Informationen während der Due Diligence ist unbeachtlich, da der Kaufentschluss vorher feststand. Wird bei Entdeckung von Informationen, die sich negativ auf eine Kaufentscheidung auswirken können, die Transaktion hingegen abgebrochen, kommt es zu keiner insiderechtlich relevanten Tathandlung. Falls das Unternehmen trotz der nachteiligen Informationen gekauft werden sollte, waren die negativen Informationen nicht kausal für die Kaufentscheidung und es kann wiederum kein strafbarer Insiderhandel vorliegen.

Vorstehende Ausführungen gelten sowohl für den Paketerwerb unterhalb der 30 Prozent-Kontrollschwelle (siehe oben Kapitel 1.2) als auch für den Erwerb aufgrund eines öffentlichen Übernahmeangebots. Sollte der Bieter allerdings bei Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots Insiderinformationen verwenden, ist nach dem Emittentenleitfaden der BaFin die Abgabe des Angebots erst zulässig, nachdem eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG veröffentlicht wurde.

Die BaFin empfiehlt im Emittentenleitfaden die einzelnen Schritte der Übernahmetransaktion immer umfassend und genau zu dokumentieren – von der Planfassung bis zur Durchführung der unternehmerischen Entscheidung.

(c) Haftung der Geschäftsführung

Wie eingangs bereits erörtert, hat der Vorstand einer AG bzw. der Geschäftsführer einer GmbH stets zu prüfen, ob und inwieweit er gesellschaftsinterne Informationen an einen potenziellen Erwerber der Gesellschaft weitergeben darf. Denn eine unbefugte Weitergabe von Informationen kann gegebenenfalls zur Haftung des Vorstands bzw. Geschäftsführers der Zielgesellschaft führen. Ferner kann im Zusammenhang mit einer Due Diligence auch darüber nachgedacht werden, ob sich die Geschäftsführung

des Käufers, sollte diese eine Due Diligence unterlassen oder fehlerhaft betreiben, haftbar machen kann. Grundsätzlich sieht das deutsche Recht vor, dass der Verkäufer zur Gewährleistung verpflichtet ist. Allerdings ist eine Due Diligence in diesem Fall unter Umständen kontraproduktiv, da der Verkäufer nach § 442 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) grundsätzlich nicht für Mängel haftet, die dem Käufer bei Vertragabschluss bekannt oder grob fahrlässig unbekannt waren. Im Gewährleistungsrecht besteht also das Problem, dass eine Due Diligence-Prüfung dem Erwerber unter Umständen eher schaden als nutzen kann. Auf der anderen Seite ist der Verkäufer gegebenenfalls nach Treu und Glauben verpflichtet, den Käufer über bestimmte Sachverhalte, die ein Risiko beinhalten, vor Vertragsschluss aufzuklären.

In der M&A Praxis werden allerdings die gesetzlichen Bestimmungen der Gewährleistungen ebenso wie der Gewährleistungsausschluss bei Kenntnis des Käufers weitestgehend abbedungen und einzelvertraglich geregelt.

Daher stellt sich in der Praxis lediglich die Frage, inwieweit die Geschäftsführung des Käufers gegen die ihr bei der Geschäftsführung obliegenden Sorgfaltspflichten verstößt, wenn sie keine Due Diligence durchführt, jedoch einen umfangreichen Gewährleistungskatalog verhandelt.

Eine Due Diligence dient nicht nur zur Ermittlung vertraglicher Gewährleistungsansprüche, sondern insbesondere zur Analyse potenzieller Risikoquellen des Zielunternehmens. Als Rechtsbasis einer verpflichtenden Durchführung der Due Diligence verbleibt die allgemeine Pflicht des Vorstandes bzw. Geschäftsführers nach § 93 AktG/§ 43 GmbHG zur Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters bei ihrer Geschäftsführung. In Anbetracht der großen Risiken, die mit einer fehlgeschlagenen Akquisition für die Gesellschaft einhergehen können, könnte eine ordnungsgemäße Geschäftsführung somit die verpflichtende Durchführung einer Due Diligence-Prüfung im Vorfeld einer Transaktion erfordern.

Ob eine vom Vorstand zu treffende Entscheidung im Unternehmensinteresse liegt, beinhaltet einen Ermessensspielraum des Vorstands, ohne den unternehmerisches Handeln nicht vorstellbar ist. Um wirtschaftlich erfolgreich zu sein, muss der Vorstand auch Risiken eingehen können. Dazu gehört auch die Gefahr von Fehlbeurteilungen oder Fehleinschätzungen eines Sachverhalts. Dieser Handlungsspielraum wird dadurch begrenzt, dass der Vorstand gemäß § 93 Abs 1 Satz 2 AktG nur dann keine Pflichtverletzung begeht, wenn er bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft zu handeln (»Business Judgement Rule«).

Daher wird die Geschäftsführung in der Praxis bei der zu treffenden Entscheidung, ob und in welchem Umfang eine Due Diligence durchzuführen ist, eine Vielzahl von Punkten berücksichtigen müssen: u.a. Zeitrahmen, Kosten einer Due Diligence, Umfang des Gewährleistungskatalogs im Kaufvertrag, Vorkenntnis des Unternehmens, Wichtigkeit und Größe der Transaktion für die Käuferin. Maßgeblich für die Frage der Durchführung einer Due Diligence ist also eine Entscheidung anhand des jeweiligen Einzelfalls.