

978-3-7910-3258-0 Berens/Brauner/Strauch/Knauer (Hrsg.), Due Diligence
bei Unternehmensakquisitionen/7., überarbeitete Auflage
© 2013 Schäffer-Poeschel Verlag (www.schaeffer-poeschel.de)

SCHÄFFER
POESCHEL

1 Überwindung von Informationsasymmetrien vor Vertragsabschluss

Entscheidungen über das Eingehen von Geschäftsbeziehungen und den Abschluss von Verträgen sind durch unvollkommene Informationen gekennzeichnet. Die Unvollkommenheit der Informationen resultiert einerseits aus der asymmetrischen Informationsverteilung unter den Vertragsparteien, andererseits aus der allgemeinen Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung von Umweltzuständen. Der Zustand unvollkommener Informationen löst im Allgemeinen Informationsaktivitäten aus. Geht bei diesen die Initiative vom Anbieter aus, der Informationen über die Qualität seines Angebots oder seine Leistungsfähigkeit übermittelt, handelt es sich um Wissensübertragung (Signaling). Um Wissenserarbeitung (Screening) hingegen handelt es sich, wenn der Nachfrager durch Beschaffung zusätzlicher Informationen über den Vertragsgegenstand oder den Vertragspartner Wissensunterschiede vor Vertragsabschluss abzubauen und damit seinen Informationsstand zu verbessern sucht. In diesem Sinne kann die Durchführung einer Due Diligence als Prozess des kombinierten Einsatzes von Wissensübertragung seitens des Verkäufers und Wissenserarbeitung seitens des Käufers verstanden werden.

Die nachfolgenden Ausführungen über die Herkunft und den Inhalt der Due Diligence sollen in diesen Zusammenhang eingeordnet werden. Den Anlass zur Durchführung einer Due Diligence bildet eine potenzielle Vertragsbeziehung zwischen zwei oder mehr Transaktionspartnern. Hierzu zählen die Beteiligung an einem Unternehmen durch Zeichnung von Aktien, die Vergabe von Krediten durch Banken oder der Kauf eines ganzen Unternehmens.

Seinen Ursprung hat der Begriff Due Diligence in der US-amerikanischen Transaktionspraxis¹. Hierbei bedeutet Due Diligence „sorgsame Erfüllung, im Verkehr erforderliche Sorgfalt“² und definiert den im Rahmen von geschäftlichen Transaktionen anzulegenden Sorgfaltsmaßstab. Im folgenden Kapitel 2 wird die Entstehung des Due Diligence-Verfahrens im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht nachgezeichnet. In diesem steht die Due Diligence für die sorgsame und gewissenhafte Prüfung des Börsenzulassungsprospekts zum Schutze der Anleger bei der Begebung neuer Aktien. Hiervon ausgehend hat sich der Begriff im Bereich aller geschäftlichen Transaktionen zur Kennzeichnung einer Phase des Informationsaustauschs und der Prüfung von Vertragsgrundlagen durchgesetzt. Definitionen nach diesem erweiterten Anwendungsbereich werden in Kapitel 3 aufgeführt, um aus diesen eine inhaltliche Präzisierung des Begriffes vorzunehmen. In Kapitel 4 werden konkrete Anlässe und Arten von Due Diligence-Reviews dargelegt. Ein wichtiges Anwendungsgebiet der Due Diligence ist die Vorbereitung von Unternehmensakquisitionen. In Kapitel 5 wird aus diesem Grunde das Verhältnis der Due Diligence zur Jahresabschlussprüfung und zur Unternehmensbewertung diskutiert, um einerseits Gemeinsamkeiten aufzuzeigen und andererseits die Due Diligence von diesen ebenfalls mit einem Unternehmenskauf in Zusammenhang stehenden Tätigkeiten abzugrenzen.

1 Vgl. *Torggler/Hofmann* (1993), S. 77; *Wegen* (1994), S. 291 und *Merkt* (1995), S. 1041.

2 *Eichborn, von* (1994), S. 180.

2 Herkunft des Begriffes Due Diligence

Die Herkunft des Due Diligence-Konzeptes ist begründet im US-amerikanischen Kapitalmarkt- und Anlegerschutzrecht (Securities Laws) in Verbindung mit der in diesen Gesetzen kodifizierten Haftung von Wirtschaftsprüfern, Rechtsanwälten, Investmentbanken und anderen bei der Ausgabe und dem Handel von Wertpapieren involvierten Experten.³ Bei den Securities Laws handelt es sich um einen Normenkomplex zur Information und zum Schutz von Anlegern und der Öffentlichkeit,⁴ für dessen Durchführung seit 1934 die US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission, SEC),⁵ verantwortlich ist.⁶

Von den Securities Laws sind für die folgende Fragestellung der Securities Act von 1933 und der Securities Exchange Act von 1934 von Relevanz, die als Folge des Kapitalmarktzusammenbruchs im Jahre 1929 in den USA verabschiedet wurden.⁷ Der Securities Act von 1933 (SA) regelt die erstmalige Ausgabe von Wertpapieren,⁸ insbesondere die Offenlegungs- und Anmeldegebote durch das Registration Statement und das Prospectus, Verbote von betrügerischen Handlungen und die Haftung von an der Ausgabe der Wertpapiere beteiligten Personen (Emissionsprospekthaftung).⁹ Der Securities Exchange Act von 1934 (SEA) betrifft den Handel mit Wertpapieren, die bereits zugelassen sind, sowie die Publizitätspflichten von Unternehmen.¹⁰ Ziel der Bestimmungen ist, die potenziellen Investoren (Anteilseigner/Kreditgeber) umfassend über das Unternehmen zu informieren und die Effizienz der Börseninstitution sicherzustellen.¹¹

Die Emissionsprospekthaftung nach dem Securities Act betrifft die bei der Ausgabe der Wertpapiere beteiligten Personen, namentlich i.W. den Emittenten, die Unterzeichner des Registration Statement, das Übernahmekonsortium, testierende Abschlussprüfer und andere Experten.¹² Die Anspruchsgrundlage des Käufers eines Wertpapiers in SA sec. 11(a) lautet: „In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may ... sue.“

Für die weitere Betrachtung interessant ist v.a. die durch SA sec. 11(a) begründete Dritthaftung von Experten, die kein unmittelbares Vertragsverhältnis (Privity of Contract)

3 Vgl. *Lawrence* (1994), S. 2-2 und 2-29; *CLE (Hrsg.)* (1995), S. 1-2; *Caytas/Mahari* (1988), S. 385 und *Kreznoski* (1989), S. 24f. Zur Haftung des wirtschaftsprüfenden Berufs in den USA allgemein vgl. *Lück/Knetsch* (1992), S. 901ff. Zur Diskussion über die (Dritt-)Haftung des Wirtschaftsprüfers in Deutschland vgl. z.B. *Quick* (1992), S. 1675ff. und *Lang* (1989), S. 57ff.

4 Vgl. *Laule* (1989), S. 228 und *Ebke* (1983), S. 179.

5 Zu der Rechtsnatur, den Verantwortlichkeiten und der Struktur der SEC vgl. *Kiger/Scheiner* (1994), S. 132ff. und *Sonnemann* (1989), S. 20ff.

6 Vgl. *Ebke* (1983), S. 104.

7 Vgl. *Geuer* (1994), S. 142ff. und *Ebke* (1983), S. 180ff.

8 SA sec. 5 enthält eine Aufstellung der verschiedenen Wertpapierarten. Ausgenommen sind u.a. die sog. Private Offerings und Emissionen in einem Wert unter fünf Mio. US-Dollar (Limited Public Offerings, Small Issues), vgl. *Kiger/Scheiner* (1994), S. 132 und *Merkt/Göthel* (2006), S. 286ff.

9 Vgl. *Laule* (1989), S. 228f.; *Geuer* (1994), S. 142f. und *Kiger/Scheiner* (1994), S. 132.

10 Vgl. *Ebke* (1983), S. 107 und *Kiger/Scheiner* (1994), S. 132.

11 Vgl. *Laule* (1989), S. 229 und *Ebke* (1983), S. 105.

12 Vgl. SA sec. 11(a)(1)-(5); Experten sind die Beteiligten außer dem Emittenten.

zwischen diesen und dem Käufer des Wertpapiers voraussetzt.¹³ Haftungsverschärfend wirkt sich hierbei aus, dass die Beweislast „nahezu vollständig“¹⁴ zu Lasten der Beklagten umgekehrt ist. Der Kläger muss nicht nachweisen, dass er bei seiner Kaufentscheidung auf die Angaben im Registration Statement vertraut hat (Reliance), die falschen oder irreführenden Angaben ursächlich für den entstandenen Schaden waren (Causation) und/oder es sich um eine wissentliche Pflichtverletzung (Scienter) des Beklagten handelte.¹⁵ Es genügt für den Kläger nachzuweisen, dass das Registration Statement eine wesentliche Falschdarstellung (Material Misstatement), eine irreführende Tatsache (Misleading Fact) oder eine Unterlassung beinhaltet.¹⁶ Der Beklagte kann der Haftpflicht lediglich dadurch ausweichen, dass er z.B. den Gegenbeweis (Defense) antritt, dass die veröffentlichten Darstellungen tatsächlich richtig, mithin nicht irreführend sind, die Angaben unwesentlich waren oder der Kläger von den falschen Tatsachen Kenntnis hatte.¹⁷ Gelingt dem Beklagten diese Entlastung nicht, so kann schließlich eine Exkulpation dadurch erreicht werden, dass der Experte nachweist: „he had after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading ...“ (SA sec. 11(b)(3)).

Eine Präzisierung der Begriffe ‘reasonable investigation’ und ‘reasonable ground to believe’ erfolgt in SA sec. 11(c): „In determining, for the purpose of paragraph (3) of subsection (b) of this section, what constitutes reasonable investigation and reasonable ground for belief, the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property“. Dieser Entlastungsbeweis für Abschlussprüfer, Rechtsanwälte oder andere Experten im Rahmen der Emissionsprospekthaftung nach SA sec. 11 „has come to be called the ‘due diligence’ or ‘reasonable investigation’ defense“¹⁸.

Darüber hinaus findet sich in den vom American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) erlassenen Berufsgrundsätzen, den Generally Accepted Auditing Standards (GAAS), ein Sorgfaltsmaßstab. Hiernach gehört die Due Professional Care zu den drei General Standards, ist mithin bei jeglicher Berufstätigkeit des US-amerikanischen Wirtschaftsprüfers (CPA) anzuwenden.¹⁹

Die vorstehenden Erläuterungen zu der Herkunft der Due Diligence bezogen sich auf den Securities Act und die erstmalige Ausgabe von Wertpapieren.²⁰ Hiervon ausgehend entwickelte sich das Due Diligence-Konzept durch die Anwendung auf andere Rechtsnormen, insbesondere den Securities Exchange Act von 1934.²¹ Der SEA regelt u.a. den Handel mit bereits zugelassenen Wertpapieren und somit auch den Verkauf ganzer Unternehmen im Wege der Anteilsübertragung (Share Deal). Von Bedeutung für die Haftung für unrichtige, irreführende oder unterlassene Angaben im Rahmen des Anteilsverkaufs ist SEA

13 Vgl. *Ebke* (1983), S. 181 und *Geuer* (1994), S. 142f.

14 *Geuer* (1994), S. 142f.

15 Vgl. *Lawrence* (1994), S. 2-3 und *Ebke* (1983), S. 182.

16 Vgl. *Lawrence* (1994), S. 2-4 und *Ebke* (1983), S. 181f.

17 Vgl. SA sec. 11(a) und mit weiteren Entlastungsbeweisen *Kiger/Scheiner* (1994), S. 137.

18 *Lawrence* (1994), S. 2-7; vgl. auch *Kiger/Scheiner* (1994), S. 137, 148 und *Ebke* (1983), S. 183.

19 Zum Sorgfaltsgebot als Voraussetzung sachgerechter Prüfungsdurchführung für den Berufsstand der deutschen Wirtschaftsprüfer vgl. *Schade* (1982), S. 37ff. Die Verpflichtung zur gewissenhaften und sorgfältigen Berufsausübung ist in § 17 Abs. 1 WPO (Berufseid) und § 43 Abs. 1 WPO (Allgemeine Berufspflichten) kodifiziert.

20 *Lawrence* (1994), S. 2-29 sieht den Ausgangspunkt der Due Diligence in dieser Rechtsnorm.

21 Vgl. *Lawrence* (1994), S. 2-29.

sec. 10(b) und die in diesem Zusammenhang von der SEC im Jahre 1942 erlassene Verordnung Rule 10b-5, welche als Anspruchsgrundlage für Schadensersatzleistungen anerkannt ist.²² Die Beweislast für die Richtigkeit der Angaben liegt hierbei beim Beklagten; die Haftung setzt indessen – anders als bei SA sec. 11 – eine wissentliche Pflichtverletzung des Beklagten voraus, ein bloß fahrlässiger Verstoß reicht für eine Verurteilung nicht aus.²³ Im Unterschied zu SA sec. 11 erhält hier die Due Diligence nicht die Funktion einer positiven Verteidigung im Rechtsstreit, sondern vielmehr die einer vorbeugenden Maßnahme zur Entdeckung und Begrenzung von Risiken im Geschäftsverkehr.²⁴

Für Käufer von Unternehmen im Wege des Anteilerwerbs nach SEA ergibt sich gewährleistungsrechtlich aus den vorstehenden Erläuterungen folgendes Bild: ein Verstoß gegen Rule 10b-5 aufgrund von falschen oder unterlassenen Angaben seitens des Verkäufers eröffnet dem Käufer ein Klagerecht (implied private right of action),²⁵ jedoch „zeigt sich, dass beim ‚share deal‘ praktisch keinerlei gesetzliche (Gewährleistungs-)Haftung in bezug auf das ‚zugrundeliegende‘ Unternehmen vorgesehen ist“²⁶. Der Verkäufer ist nur haftbar für Angaben im Zusammenhang mit dem Verkauf und für den Vertragsinhalt.²⁷

Aus diesem Grunde obliegt es den am Kauf bzw. Verkauf beteiligten Parteien, eine vertragliche Gewährleistung auszuhandeln, Ungewissheit zu reduzieren und Vorkehrungen für evtl. auftretende Enttäuschungen nach erfolgter Abwicklung zu treffen.²⁸ Dies erfolgt durch eine entsprechend ausgestaltete und in den Akquisitionsprozess eingefügte Phase, in der die Informationsbedürfnisse ausgearbeitet werden, Preisvorstellungen bekanntgegeben, verhandelt und letztlich fixiert werden sowie die Abwicklung gestaltet und schließlich vollzogen wird. Für diese Phase hat sich der Begriff der Due Diligence durchgesetzt,²⁹ wobei jedoch die Vorstellungen in Bezug auf den Inhalt, die Terminierung und die Bedeutung dieser Phase variieren. Im folgenden Abschnitt wird daher nach einer Aufarbeitung von Beschreibungen der Due Diligence in der Literatur eine Konkretisierung gemäß heutigem Begriffsverständnis angestrebt.

22 Vgl. Merkt (1995), S. 1042; Lawrence (1994), S. 2-42ff., Geuer (1994), S. 143f. und Ebke (1983), S. 187 und 190f.

23 Vgl. Merkt/Göthel (2006), S. 459f.; Geuer (1994), S. 143f. und Lück/Knetsch (1992), S. 904.

24 Vgl. Lawrence (1994), S. 2-60 und Kiger/Scheiner (1994), S. 143.

25 Vgl. Merkt (1995), S. 1042.

26 Merkt (1995), S. 1042.

27 Vgl. Merkt (1995), S. 1042.

28 Vgl. Harrer (1993), S. 1673 und 1675 sowie Merkt (1995), S. 1048.

29 Vgl. z.B. Binder/Lanz (1993), S. 15; Ganzert/Kramer (1995), S. 576; Kinast (1991), S. 37; Torggler/Hofmann (1993), S. 77f.; Burghardt (1993), S. B11; Denyer/Mackenzie (1993), S. 43; English (1994), S. 20; Grafer/Baldasaro (1994), S. 341; Wegen (1994), S. 291 und Harvey/Lusch (1995), S. 5ff.; Dielmann (1997), S. 470; Bihr (1998), S. 1198; Schindler (1998), S. 9 und Koch/Wegmann (2011).

3 Definitionen und Begriffsbestimmungen in der Literatur

Der Begriff Due Diligence ist in Deutschland nicht gesetzlich definiert. Daher soll zunächst das Spektrum ähnlicher und unterschiedlicher Begriffsauslegungen in der anglo-amerikanischen und in der deutschsprachigen Literatur aufgezeigt werden, um so konstitutive von ergänzenden Elementen zu trennen. Hierbei ist zu beachten, dass unterschiedliche Auslegungen aufgrund unterschiedlicher Rahmenbedingungen, begründet durch unterschiedliche Rechtssysteme und Entwicklung der Märkte für Unternehmen in den USA und in Deutschland, nicht deckungsgleich sein können. Ziel in einem ersten Schritt ist vielmehr, rechtssystem- und situationsunabhängige, notwendige und typische Begriffsmerkmale zu identifizieren und diese zu einem gemeinsamen Grundtatbestand zu verdichten. Nachfolgend zunächst eine Zusammenstellung einiger Definitionen des Begriffes Due Diligence im angloamerikanischen Sprachraum:

- „Due diligence’ is a process whereby an individual, or an organization, seeks sufficient information about a business entity to reach an informed judgement as to its value for a specific purpose.“³⁰
- „The key objective of corporate acquisition due diligence investigations is, of course, to understand every material aspect of the Target Company’s assets and liabilities, so as to be able to provide the management of the acquiring company (the ’Buyer’) with enough information to make an informed decision as to whether or not it would be worthwhile to proceed with the acquisition.“³¹
- „In a negotiated acquisition, due diligence is a process by which clients, lawyers, and their other advisors try to learn as much as possible about a target business before committing funds to buy it. The intent is to learn about:
 1. the general state of the business;
 2. the way the business has been conducted in the past;
 3. whether the business has been operated according to industry standards or in a unique fashion because of certain factors, right, or assets that the purchaser may or may not acquire;
 4. actual and contingent liabilities; and
 5. third-party interests.“³²

Eine stärkere Akzentuierung betriebswirtschaftlicher Überlegungen lassen folgende Beschreibungen erkennen:

- „Due diligence traditionally focuses on aspects such as the target’s revenue and cost structures, the search for contingent liabilities, and various legal issues. The most sophisticated acquirers must go beyond these fundamentals to identify the target’s desirable core competencies, carefully analyze and value them, and creatively structure purchase-and-sale agreements to ensure that the skills and knowledge that comprise the core competencies are secured.“³³

30 Crilly (1993), S. 1-01.

31 Knutson/Hertzberg (1993), S. F-1.

32 CLE (Hrsg.) (1995), S. 1-3.

33 Kozin/Young (1994), S. 24.

- „Standard advice to prospective buyers is to thoroughly evaluate a potential acquisition during the due diligence phase to verify the quality of the assets and to attempt to renegotiate a lower purchase price. We advocate going a step further than that. Use the due diligence phase to learn about the company’s strategy, markets, operations, and employees.“³⁴
- „Modern acquisition due diligence goes far beyond straightforward bean counting and tire kicking. The savvy buyer must burrow into a wide range of risk management and qualitative characteristics of the target that are difficult to identify, much less investigate, and unearth facts.“³⁵

In der deutschsprachigen Literatur wird der Begriff Due Diligence wie folgt beschrieben:

- „Unter Due Diligence versteht man eine weitgehende rechtliche Überprüfung einer Gesellschaft, die durch einen Erwerber oder eine sonstige Vertragspartei im Rahmen eines Unternehmenskaufs oder einer anderen Transaktion erfolgt.“³⁶
- „Die .. Beurteilung des Akquisitionsobjektes erfolgt in der Regel anhand einer Checkliste (Due Diligence). ... Das Kernstück der Due Diligence sind die detaillierten Projektinformationen, gegliedert nach Gesellschaft, Geschäftsfelder, einzelner funktionaler Bereiche, Konkurrenz- und Marktinformationen, Organisation, rechtlichen Belangen, synergetischen Effekten bzw. einzelnen Bewertungsfragen.“³⁷
- „Es handelt sich [bei der Due Diligence, die Verfasser] um die bewusste, systematische, professionelle Untersuchung der Unternehmens-Chancen und -Risiken während der laufenden Kaufverhandlungen. Sie beurteilt mit möglichst präzisen Analysen, ob und wie weit der Wert der zu erwerbenden Gesellschaft zu erhöhen oder eben zu diskontieren ist – unter den Perspektiven der strategischen Ziele und der kostenreduzierenden Synergien.“³⁸

Aus den vorgestellten Begriffsbestimmungen lassen sich folgende Merkmale herausarbeiten:

1. Bei der Due Diligence handelt es sich um Analysen und Prüfungen, die im Rahmen der Vorbereitung von geschäftlichen Transaktionen – meistens dem Kauf eines Unternehmens – zum Ziel der Informationsversorgung des Entscheidungsträgers in den Planungs- und Entscheidungsprozess integriert werden.
2. Die Due Diligence umfasst Aktivitäten der Informationsbeschaffung und -aufbereitung zur Erhöhung der Qualität von Entscheidungen durch Chancen- und Risikoerkennung³⁹ auf betriebswirtschaftlicher und juristischer Ebene sowie durch Genauigkeit in der Wertfeststellung als Folge eines verbesserten Informationszustandes.
3. Gegenüber der ursprünglichen Verwendung des Begriffes im Rahmen der US-amerikanischen Gesetzgebung als Entlastungsbeweis für die an der Emission von Wertpapieren Beteiligten wird Due Diligence beim Kauf von Unternehmen im Sinne von Acquisition

34 Begley/Yount (1994), S. 28.

35 Lanznar et al. (1991), S. 30.

36 Harrer (1993), S. 1673.

37 Steinöcker (1998), S. 113.

38 Binder/Lanz (1993), S. 15.

39 Vgl. hierzu auch *Schmitting*: Perspektiven eines Risikomanagements im Rahmen von Unternehmensakquisition und Due Diligence, in diesem Band.

Investigation⁴⁰, Businessman's Review⁴¹, Pre Acquisition Audit⁴² oder Kauf- oder Übernahmeprüfung⁴³ verwendet.

Die vorstehenden Definitionen zeigen inhaltliche Übereinstimmungen mit der originären Begriffsbestimmung. Der Nachweis, mit der erforderlichen Sorgfalt gehandelt zu haben, kann nur gelingen, wenn die gleichen Überlegungen angestellt und die gleichen Arbeiten durchgeführt werden, die in den Definitionen im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen enthalten sind.⁴⁴ Demnach handelt es sich lediglich um einen anderen Anlass zur Durchführung einer Due Diligence (hier: Unternehmenskauf) und eine für den Anlass zweckadäquate inhaltliche Konkretisierung. Ein Unterschied zwischen der Due Diligence bei Wertpapieremissionen und derjenigen im Zusammenhang mit Akquisitionen besteht gleichwohl darin, dass die inhaltlichen Erfordernisse des Registration Statement einen Anhaltspunkt für das Prüfungsprogramm liefern, während beim Unternehmenskauf die Ausgestaltung des Kaufvertrages und sonstiger Regelungen weitgehend den Parteien obliegt.

Im folgenden Abschnitt werden Anwendungsfelder von Due Diligence-Reviews aufgezeigt und es wird eine inhaltliche Konkretisierung vorgenommen.

4 Anlässe und Arten von Due Diligence-Reviews

Due Diligence wird immer dort eingesetzt, wo zwei oder mehr Parteien eine vertragliche Bindung eingehen, deren Konsequenzen aufgrund ungleicher Verteilung unvollständigen Wissens in Bezug auf Tatsachen und die Entwicklung zukünftiger Umweltzustände unsicher sind. Die Funktion der Due Diligence ist es, Informationszustände zu verbessern und somit die Qualität von Entscheidungen im Hinblick auf ihre Zielerreichung zu erhöhen.

Neben der originären Anwendung im US-amerikanischen Recht zu Informations- und Schutzzwecken der Anleger kommt der Due Diligence überall dort besondere Bedeutung zu, wo für Zwecke einer Unternehmensbewertung die entsprechende Datenbasis zur Verfügung zu stellen ist.⁴⁵ Aufgrund der Komplexität von Unternehmensakquisitionen ist hier das Interesse und auch die Notwendigkeit am größten, die Entscheidungsträger über die Chancen und Risiken eines Unternehmenskaufs umfassend zu informieren und die Transaktion entsprechend zu strukturieren, um Enttäuschungen nach dem Eigentumsübergang zu vermeiden.⁴⁶ Ähnliche Aufgaben ergeben sich für Wirtschaftsprüfer und/oder Banken im Rahmen der

- Prüfung von Prospekten über Angebote von Kapitalanlagegesellschaften,
- Publizität von Informationen in Prospekten bei öffentlichen Übernahmeangeboten,

40 Vgl. *Binder/Lanz* (1993), S. 15.

41 Vgl. *Grafer/Baldasaro* (1994), S. 342.

42 Vgl. *Welsh* (1983), S. 32.

43 Vgl. *Ganzert/Kramer* (1995), S. 577.

44 Vgl. *Absher/Katz* (1991), S. 736f.

45 Vgl. *Helbling* (1989), S. 177.

46 Vgl. *Crilly* (1993), S. 1-02 und 2-03.

- Vergabe von Kapital für innovative Unternehmen bei Venture Capital-Finanzierungen,⁴⁷
- Bonitätsprüfung vor einer Kreditgewährung.⁴⁸

So heterogen wie das Feld möglicher Anlässe sind auch die Arten der diversen Untersuchungen und Prüfungen, die gemeinsam unter den Begriff Due Diligence-Review subsumiert werden. Je nach Ausrichtung auf den Anlass können hierbei die Prioritäten unterschiedlich gesetzt bzw. lediglich einzelne Prüfungen durchgeführt werden. Neben einem allgemeinen Überblick über die historische Entwicklung und die aktuelle Organisation des betrachteten Unternehmens und seiner Führungskräfte sowie der allgemeinen Unternehmensdaten (Umsatz- und Auftragslage, Jahresabschlüsse, Planzahlen) lassen sich die Teilreviews nach funktionalen Bereichen oder Querschnittsfunktionen kategorisieren. Eine Aufteilung des Prüfungsstoffes ergibt bspw. die Teilreviews Financial Due Diligence⁴⁹, Tax Due Diligence⁵⁰, Legal Due Diligence⁵¹, Management Due Diligence bzw. Human Resources Due Diligence⁵², Market Due Diligence⁵³, Environmental Due Diligence⁵⁴ und Insurance Due Diligence⁵⁵. Daneben können einzelne Funktionsbereiche einer eingehenden Untersuchung unterzogen werden (Technical Due Diligence⁵⁶, IT Due Diligence⁵⁷ etc.). Der Schwerpunkt im Rahmen der Vorbereitung der Due Diligence liegt in der zweckentsprechenden Auswahl der Prüfungsgebiete und ihrer Abgrenzung im Hinblick auf die Durchführung durch die jeweils beauftragten Personen. Hierzu ist es erforderlich, die Ziele der Due Diligence im Vorhinein zu kennen, um eine Auswahl und Prioritätensetzung zu ermöglichen.⁵⁸ So stellt bspw. ein Financial Buyer (Venture Capitalist) gänzlich andere Erfordernisse an eine Due Diligence als ein Corporate Buyer (Gesellschaft im gleichen Marktsegment). Abbildung 1 zeigt das Ergebnis einer empirischen Untersuchung von *Berens/Strauch*⁵⁹ zur Durchführung der Due Diligence, aus welcher die Verbreitungsgrade der Teilreviews bei Akquisitionen deutscher Käuferunternehmen hervorgehen.

47 Vgl. *Dixon* (1991), S. 333ff. und *Pichotta* (1990), S. 35ff.

48 Vgl. *Crilly* (1993), S. 1-01; *Griffin* (1995), S. 71ff.; *Stern* (1993), S. 54ff. und *Heitz* (1978), S. 31ff. Im Rahmen der Kreditwürdigkeitsprüfung erlangt die Beurteilung umweltgerechten Verhaltens des Kreditnehmers eine zunehmend größere Bedeutung, nicht zuletzt unter dem Gesichtspunkt der Kreditgeberhaftung, vgl. *Meuche* (1995), S. 264ff. und *Gottschall* (1996), S. 130ff.

49 Vgl. *Bredy/Strack* und *Brauner/Neufang* zur Financial Due Diligence, in diesem Band, sowie *Kolb/Görtz* (1997), S. 312; *Ganzert/Kramer* (1995), S. 577 und *CLE (Hrsg.)* (1995), S. 1-3.

50 Vgl. *Trimborn*: Tax Due Diligence, in diesem Band.

51 Vgl. *Fritzsche/Hitter*: Legal Due Diligence, in diesem Band, sowie *Ganzert/Kramer* (1995), S. 577 und *CLE (Hrsg.)* (1995), S. 1-3.

52 Vgl. *Aldering/Högemann*: Human Resources Due Diligence, in diesem Band, sowie *Hüffer/Schum* (1998), S. 101ff.; *Dielmann* (1997), S. 470ff.; *English* (1994), S. 19ff. und *Harvey/Lusch* (1995), S. 14f.

53 Vgl. *Lauszus/Kolat*: Market Due Diligence, in diesem Band, sowie *Sebastian/Niederdrenk/Tesch* (1998a), S. 207ff.; *Sebastian/Niederdrenk/Tesch* (1998b), S. 888ff.

54 Vgl. *Betko/Reiml/Schubert*: Environmental Due Diligence, in diesem Band, sowie *Pföhler/Hermann* (1997), S. 628ff. und *Engelhardt* (1996), S. 299f.

55 Vgl. *CLE (Hrsg.)* (1995), S. 1-3.

56 Vgl. *Schuh/Schöningh/Untiedt/Schulte-Gehrmann*: Commercial-technological Due Diligence, in diesem Band.

57 Vgl. *Koch/Menke*: IT Due Diligence, in diesem Band.

58 Vgl. *Crilly* (1993), S. 2-03; *CLE (Hrsg.)* (1995), S. 1-4; *Lawrence* (1994), S. 3-27 und 4-2 sowie *Binder/Lanz* (1993), S. 20.

59 Vgl. *Berens/Strauch* (2002).

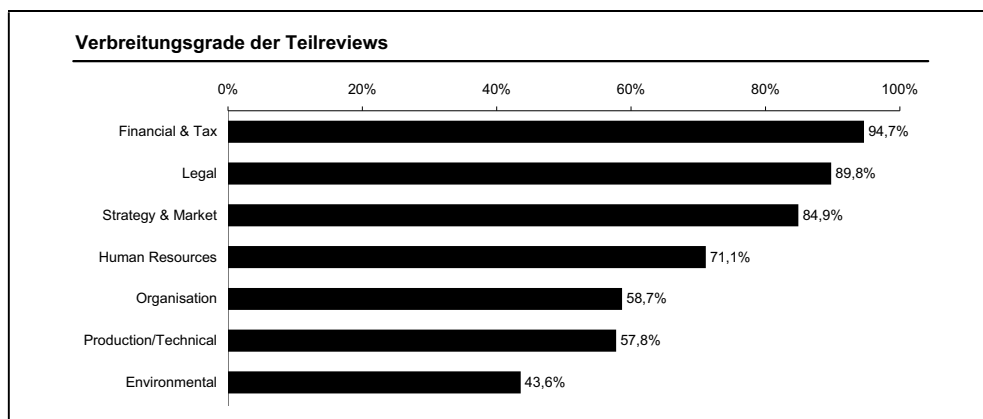


Abb. 1: Verbreitungsgrade der Teilreviews

Im Folgenden werden Verbindungen zur Jahresabschlussprüfung und zur Unternehmensbewertung hergestellt, um sowohl Gemeinsamkeiten aufzuzeigen als auch den eigenen Stellenwert der Due Diligence im Rahmen der vorbereitenden Tätigkeiten für eine Unternehmensakquisition herauszuarbeiten.

5 Verhältnis zur Jahresabschlussprüfung und Unternehmensbewertung

5.1 Jahresabschlussprüfung

Eine Darstellung des Verhältnisses der Due Diligence zur handelsrechtlichen Jahresabschlussprüfung lässt sich anhand des Gegenstands und der Ziele der Abschlussprüfung sowie der bei dieser Prüfung zugrunde zu legenden Prüfungsnormen vornehmen. Der Gegenstand der Jahresabschlussprüfung mittelgroßer und großer Kapitalgesellschaften ist gemäß § 317 HGB der Jahresabschluss, der Lagebericht und die Buchführung. Ziel ist die Abgabe eines vertrauenswürdigen Urteils über die Zuverlässigkeit und Sicherheit der Jahresabschlussinformationen, d.h. ob die Buchführung und der Jahresabschluss den gesetzlichen Anforderungen sowie den Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages oder der Satzung entsprechen.⁶⁰ Zusätzlich ist der Lagebericht daraufhin zu untersuchen, ob er mit dem Jahresabschluss in Einklang steht, eine zutreffende Vorstellung von der Lage des Unternehmens vermittelt sowie die Risiken der künftigen Entwicklung zutreffend dargestellt sind.⁶¹ Die Jahresabschlussprüfung ist eine Gesetz-, Satzungs- und Ordnungsmäßigkeitsprüfung. Als Prüfungsnormen kommen gesetzliche Vorschriften, die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung (GoB) sowie ergänzende Bestimmungen aus Gesellschaftsvertrag oder Satzung in Betracht.⁶² Gemäß der Generalnorm für Kapitalgesellschaften hat der Jahresabschluss „ein

60 Vgl. § 317 Abs. 1 HGB.

61 Vgl. § 317 Abs. 2 HGB.

62 Vgl. *Barion* (1991), S. 13.

den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu vermitteln“⁶³. Die Abgabe eines positiven Urteils über die Ordnungsmäßigkeit der Rechnungslegung eines Unternehmens bedeutet hingegen nicht, dass damit gleichzeitig ein „Gütesiegel für die Gesundheit des Unternehmens oder gar die Qualifikation der Geschäftsleitung“⁶⁴ abgegeben wird. Andererseits ist die Prüfungstiefe bei der Jahresabschlussprüfung höher als bei der Due Diligence.⁶⁵

Eine Ausrichtung auf die spezifischen Interessen und Ziele eines konkreten potenziellen Unternehmenskäufers scheidet bei der Jahresabschlussprüfung aus; bei der Beurteilung der Urteilsgenauigkeit und der Bestimmung der Informationsbedürfnisse wird auf diejenigen eines ‚average prudent investor‘ abgestellt. Darüber hinaus kann der Jahresabschluss bzw. die Jahresabschlussprüfung keine Aussagen darüber treffen, „how well the two organizations will function together operationally“⁶⁶, da per se keine zweite Organisation in die Betrachtung einbezogen wird.

Der Grad und die Sicherheit der Zielerreichung durch eine beabsichtigte Akquisition kann demnach nur durch eine Sonderprüfung von situationsspezifisch festzulegenden Untersuchungsbereichen beurteilt werden, bei der die Prüfung der Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit der Aufgabenerfüllung sowie die Erkennung von Risiken und Schwachstellen im betrachteten Unternehmen im Vordergrund steht. Dennoch bilden geprüfte Jahresabschlüsse als Informationsquelle oftmals die zentrale Grundlage für die Einschätzung des Akquisitionsobjektes. Sie dienen als Basis für die Beurteilung der Plausibilität von Planungsrechnungen und von Ergebnissen einer Unternehmensbewertung, die Bilanzgewinne aus vorausgegangenen Geschäftsjahren als Extrapolationsbasis für die zukünftige Entwicklung unternehmenswertbestimmender Faktoren heranzieht. Weiterhin kann anhand des Jahresabschlusses die Auswirkung eines Unternehmenskaufs auf die konsolidierte Bilanz des neuen Unternehmensverbundes dargestellt werden, sofern die Rechnungslegungsgrundsätze des potenziellen Mutterunternehmens bei der Erstellung des Jahresabschlusses berücksichtigt wurden. Schließlich dienen geprüfte Jahresabschlüsse der Festlegung des zu übertragenden Aktivvermögens und der Verbindlichkeiten im Vertragswerk.

Die Entscheidung über den Kauf eines Unternehmens und letztlich die Ermittlung des Preises erfordert aufgrund der Größenordnung der finanziellen Ressourcenbindung und der strategischen Reichweite eine Beschäftigung mit der Entwicklung des Unternehmens in der Zukunft. Diesem Erfordernis wird durch eine entscheidungsorientierte, zukunftsbezogene Unternehmensbewertung Rechnung getragen. Der folgende Abschnitt erläutert die Relevanz der Due Diligence für die Unternehmensbewertung.

63 § 264 Abs. 2 S. 1 HGB.

64 *Zünd* (1992), S. 373. Der Konflikt zwischen öffentlicher Erwartung und zu erbringender prüferischer Leistung wird als ‚expectation gap‘ bezeichnet.

65 Vgl. *Ganzert/Kramer* (1995), S. 579. Die geringere Prüfungstiefe bei der Due Diligence im Vergleich zur Jahresabschlussprüfung wird in den Due Diligence-Reports von Wirtschaftsprüfern an ihre Auftraggeber dahingehend berücksichtigt, dass der Begriff „Prüfung“ oder ähnliche Ausdrücke (verify, audit) vermieden werden. Dies geschieht aus haftungsrechtlichen Gründen und soll den Empfänger des Reports nicht im unklaren lassen über die Intensität der vorgenommenen Untersuchungen.

66 *Crilly* (1993), S. 1-01.

5.2 Unternehmensbewertung⁶⁷

Aufgabe der Unternehmensbewertung ist die Ermittlung potenzieller Preise für Unternehmen.⁶⁸ Hierbei sind je nach der Funktion der Unternehmensbewertung Entscheidungswerte (Grenzpreise), Argumentationswerte oder Schiedspreise zu bestimmen.⁶⁹ Die Grenzpreisbestimmung im Rahmen des Unternehmenskaufs ist eine aus der Entscheidungstheorie abgeleitete Investitionsrechnung bei unsicheren Erwartungen.⁷⁰ Sie soll dem potenziellen Käufer aufzeigen, wie viel er unter gegebener Zielsetzung maximal für das zu bewertende Unternehmen ausgeben darf, ohne sich schlechter zu stellen als beim Unterlassen des Erwerbs.⁷¹ Dieser maximale Preis ergibt sich aus dem isolierten Einzelwert des Akquisitionsobjektes (Stand-alone-Value) zuzüglich der akquisitionsbedingten Wertsteigerung (oder: Gesamtwert der kombinierten Unternehmen abzgl. isolierter Wert des Käuferunternehmens vor der Akquisition).⁷² Diese Werte werden i.d.R. durch Diskontierung zukünftiger Entnahmeerwartungen nach dem Ertragswertverfahren oder der Discounted Cashflow-Methode ermittelt. Die zu bewertenden Unternehmen werden dabei durch eine Wahrscheinlichkeitsverteilung alternativ möglicher Entnahmeerwartungen abgebildet.⁷³ Die Ermittlungsrechnungen erfordern aufgrund ihres Zukunftsbezugs die Einbeziehung von Planungs- und Prognosemethoden in das Entscheidungskalkül.⁷⁴ Bei den bisher entwickelten Verfahren der Unternehmensbewertung ergeben sich für den Entscheidungsträger im Wesentlichen zwei Problembereiche:

1. die Reduzierung der Nutzensvorstellungen auf ein eindimensionales Ziel⁷⁵ und
2. die Frage der angemessenen Komplexitätsreduktion des Bewertungsmodells⁷⁶.

Die simultane Berücksichtigung auch qualitativer, nicht monetärer Ziele in einem Entscheidungskalkül erfordert entweder die Transformation dieser Ziele in Gewinne oder eine direkte Bewertung, damit alternative Ergebnisvektoren vergleichbar gemacht werden können.⁷⁷ Insbesondere bei der Berücksichtigung strategischer Zielsetzungen ist eine isolierte Bewertung des Akquisitionsobjektes allein aufgrund zukünftiger Ertrags- oder Einzahlungsüberschüsse als nicht sachgerecht zu beurteilen, da in die Preisfindung nicht unbedingt nur diese eingehen.⁷⁸ Für die Unternehmensbewertung entsteht folglich mitunter das Problem, dass sie

67 Vgl. *Haarbeck/König*: Interdependenz von Due Diligence-Untersuchungen, Unternehmensbewertung und Unternehmenskaufvertrag, in diesem Band.

68 Vgl. *Moxter* (1991), S. 5; *Bellinger/Vahl* (1992), S. 32 und *Sieben/Sielaff* (Hrsg.) (1989), S. 49.

69 Vgl. *Ruhnke* (1995), S. 6; *Mandl/Rabel* (1993), S. 39 und *Moxter* (1991), S. 5ff. und *Siepe* (2007), S. 7ff.

70 Vgl. *Ballwieser* (1990), S. 5 und *Sieben/Diedrich* (1990), S. 796.

71 Vgl. *Hafner* (1988), S. 487.

72 Vgl. *Rappaport* (1999), S. 165ff. und *Pausenberger* (1989), Sp. 22.

73 Vgl. *Bretzke* (1992), S. 139 und *Ballwieser* (1990), S. 5.

74 Vgl. *Alvano* (1988), S. 3 und *Ballwieser* (1990), S. 23.

75 Vgl. *Hafner* (1988), S. 489; *Alvano* (1988), S. 78; *Bellinger/Vahl* (1992), S. 107 sowie *Sieben/Diedrich* (1990), S. 796 und 800.

76 Vgl. *Alvano* (1988), S. 3; *Bretzke* (1992), S. 146 und *Ballwieser* (1990), S. 8.

77 Vgl. *Hafner* (1988), S. 489f.

78 Vgl. *Ruhnke* (1991), S. 1890; *Valcárcel* (1992), S. 590 sowie *Rappaport* (1999), S. 167 und *Sieben/Diedrich* (1990), S. 799ff., die betonen, dass die Gesamtstrategie auf eine Wertschaffung auszurichten ist, bei der eine Akquisition als ein Projekt in dieser Strategie zu betrachten ist. „Das Ertragswertverfahren kann .. dem erweiterten Prinzip der Subjektivität nicht genügen.“: *Sieben/Diedrich* (1990), S. 800.