

Unternehmensbewertung und Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence

Inauguraldissertation zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften
durch die Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster

vorgelegt von
Joachim Strauch
Diplom-Kaufmann

Dekan: Professor Dr. Dr. Wilfried von Eiff

Erstgutachter: Professor Dr. Wolfgang Berens

Zweitgutachter: Professor Dr. Dr. h.c. Jörg Baetge

Tage der mündlichen Prüfung: 30. Januar, 2. und 3. Februar 2004

Vorwort

Die vorliegende Dissertationsschrift entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Controlling an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf sowie an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster.

Mein herzlicher Dank für die interessante Arbeit an seinem Lehrstuhl und die gute Zusammenarbeit gebührt meinem akademischen Vater, Herrn Professor Dr. Wolfgang Berens. Er gab mir bereits im Studium die Anregung, mich mit Unternehmensbewertung und Due Diligence zu beschäftigen. Gemeinsam haben wir einige Forschungsprojekte zu diesem Thema durchgeführt. Die Jahre an seinem Lehrstuhl in Düsseldorf und Münster haben mich nicht allein in wissenschaftlicher Hinsicht sehr bereichert. Seine freundliche und liebenswürdige Art ist einzigartig und hat dafür gesorgt, dass die Arbeit für und mit ihm viel Freude gemacht hat. Einen entscheidenden Beitrag hierzu haben auch sämtliche Kollegen und studentischen Mitarbeiter vom Lehrstuhl in Düsseldorf und Münster geleistet. Bei ihnen bedanke ich mich für die angenehme Zeit und die gute Stimmung bei Forschung, Lehre und darüber hinaus.

Herrn Professor Dr. Dr. h.c. Jörg Baetge danke ich sehr herzlich für die freundliche Übernahme des Zweitgutachtens. Die Bereitschaft, das Gutachten innerhalb der knappen Fristen zu erstellen, hat mich sehr erfreut. Seine wertvollen fachlichen Anregungen habe ich gerne aufgenommen.

Der größte Dank geht an meine lieben Eltern Jürgen und Liesa Strauch, die mich stets und sehr liebevoll unterstützt und gefördert haben. Durch ihren Rückhalt und ihre Aufmunterung in den Studiums- und Lehrstuhljahren haben sie mir jederzeit das Gefühl gegeben, den richtigen Weg zu gehen.

*Joachim Strauch
Düsseldorf, im Februar 2005*

Inhaltsübersicht

1	Einleitung	1
1.1	Ausgangsbefund	1
1.2	Problemstellung	4
1.3	Forschung im Bereich Unternehmensbewertung und Due Diligence	6
1.4	Ziele und Struktur der Arbeit	6
2	Akquisitionsentscheidung und Erfolg einer Akquisition	8
2.1	Zum Begriff des Akquisitionscontrolling	8
2.2	Grenzpreiskalkül von Käufer und Verkäufer und Einigungsbereich	9
2.3	Unternehmenswertorientierte Kontrolle des Akquisitionserfolgs	19
2.4	Ergebnis	28
3	Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess	29
3.1	Engpässe im Akquisitionsprozess	29
3.2	Wirtschaftsrechtlicher Einfluss auf den Akquisitionsprozess	33
3.3	Ergebnis und Konsequenzen für den Akquisitionsprozess	50
3.4	Empirische Ergebnisse zur Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess	51
4	Methoden der Unternehmensbewertung	55
4.1	Informationsbedarf und Risikoberücksichtigung in der Unternehmensbewertung	55
4.2	Ertragswertmethode und -verfahren	56
4.3	Discounted-Cash-Flow-Methoden	72
4.4	Strategische Unternehmensbewertung	85
4.5	Vergleichende Unternehmensbewertung	86
5	Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence	93
5.1	Bedeutung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence	93
5.2	Funktionen und Adressaten von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence	100
5.3	Quellen von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence	103
5.4	Grundsätze für die Planung der Due Diligence	109
5.5	Grundsätze für die Durchführung der Due Diligence	126
5.6	Grundsätze für die Dokumentation und Berichterstattung	148
5.7	Zusammenfassung der Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence	151

6	Umsetzung der Due Diligence in den Teilbereichen.....	153
6.1	Financial Due Diligence.....	153
6.2	Tax Due Diligence.....	159
6.3	Legal Due Diligence.....	161
6.4	Commercial Due Diligence.....	164
6.5	Human Resources Due Diligence.....	166
6.6	Organizational Due Diligence.....	169
6.7	Technical Due Diligence.....	170
6.8	Environmental Due Diligence.....	171
7	Zusammenfassung und Ausblick.....	174
	Literaturverzeichnis.....	178

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	VIII
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	X
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangsbefund	1
1.2 Problemstellung	4
1.3 Forschung im Bereich Unternehmensbewertung und Due Diligence	6
1.4 Ziele und Struktur der Arbeit	6
2 Akquisitionsentscheidung und Erfolg einer Akquisition	8
2.1 Zum Begriff des Akquisitionscontrolling	8
2.2 Grenzpreiskalkül von Käufer und Verkäufer und Einigungsbereich	9
2.2.1 Zielsetzung beim Unternehmenskauf	9
2.2.2 Ursachen und Bedingungen für das Vorliegen eines Einigungsbereichs	12
2.2.2.1 Zukunftserfolgsprognosen und -planungen	12
2.2.2.2 Individuelles Entscheidungsfeld	14
2.2.3 Besteuerung der Unternehmensübertragung	15
2.2.3.1 Vorbemerkungen	15
2.2.3.2 Übertragung von Personengesellschaften	16
2.2.3.2.1 Grenzpreis des Veräußerers	16
2.2.3.2.2 Grenzpreis des Käufers	17
2.2.3.2.3 Bedingung für einen Einigungsbereich	18
2.2.3.3 Übertragung von Kapitalgesellschaften	19
2.2.3.3.1 Grenzpreis des Veräußerers	19
2.2.3.3.2 Grenzpreis des Käufers	19
2.3 Unternehmenswertorientierte Kontrolle des Akquisitionserfolgs	19
2.3.1 Bestandteile des Akquisitionserfolgs im Akquisitionsprozess	21
2.3.2 Horizontale und vertikale Aufspaltung des Akquisitionserfolgs	22
2.3.2.1 Horizontale Strukturanalyse	22
2.3.2.2 Vertikale Strukturanalyse	24
2.3.3 Perioden-Wertbeitrag und Gesamtabweichung	25
2.4 Ergebnis	28

3	Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess	29
3.1	Engpässe im Akquisitionsprozess	29
3.1.1	Informatorische Engpässe	29
3.1.2	Zeitliche Engpässe	32
3.2	Wirtschaftsrechtlicher Einfluss auf den Akquisitionsprozess	33
3.2.1	Akquisitionsprozess unter Beachtung wirtschaftsrechtlicher Restriktionen	33
3.2.2	Due Diligence und Gesellschaftsrecht	33
3.2.2.1	Die Pflichten der Geschäftsleitung der Käufergesellschaft	33
3.2.2.1.1	Vorstand der Aktiengesellschaft	33
3.2.2.1.2	Geschäftsführer der GmbH	36
3.2.2.1.3	Pflichtverletzung und Schaden	37
3.2.2.2	Die Zulassung der Due Diligence durch die Zielgesellschaft	39
3.2.2.2.1	Informationsordnung in der Aktiengesellschaft	39
3.2.2.2.2	Informationsordnung in der GmbH	41
3.2.2.2.3	Informationsordnung in der OHG und der KG	42
3.2.2.2.4	Ergebnis	43
3.2.3	Due Diligence und Kapitalmarktrecht	44
3.2.4	Due Diligence und Datenschutzrecht	45
3.2.5	Due Diligence und Gewährleistungsrecht	46
3.2.5.1	Aufklärungs- und Untersuchungspflichten	46
3.2.5.2	Folgen einer durchgeführten und einer unterlassenen Due Diligence	48
3.3	Ergebnis und Konsequenzen für den Akquisitionsprozess	50
3.4	Empirische Ergebnisse zur Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess	51
4	Methoden der Unternehmensbewertung	55
4.1	Informationsbedarf und Risikoberücksichtigung in der Unternehmensbewertung	55
4.2	Ertragswertmethode und -verfahren	56
4.2.1	Konzeption der Ertragswertmethode	56
4.2.2	Ableitung der Überschüsse	57
4.2.2.1	Definition der relevanten Überschüsse	57

4.2.2.2	Planung der Überschüsse.....	59
4.2.3	Kalkulationszinssatz	63
4.2.4	Berücksichtigung des Risikos	65
4.2.4.1	Sicherheitsäquivalenzmethode	66
4.2.4.2	Risikozuschlagsmethode.....	67
4.2.5	Ergebnis	70
4.3	Discounted-Cash-Flow-Methoden	72
4.3.1	Konzeption der Discounted-Cash-Flow-Methoden.....	72
4.3.2	Cash Flows als relevante Überschüsse	73
4.3.3	Eigenkapitalkosten.....	74
4.3.4	Varianten der Discounted-Cash-Flow-Methoden.....	77
4.3.4.1	APV-Ansatz.....	78
4.3.4.2	Equity-Ansatz	80
4.3.4.3	WACC-Ansatz.....	81
4.3.5	Variable Cash Flows und Verschuldungsgrade	82
4.3.5.1	Wertorientierte Finanzierungspolitik.....	82
4.3.5.2	Autonome Finanzierungspolitik	83
4.3.6	Ergebnis	84
4.4	Strategische Unternehmensbewertung	85
4.5	Vergleichende Unternehmensbewertung	86
4.5.1	Konzeption.....	86
4.5.2	Marktkapitalisierung vergleichbarer Unternehmen	88
4.5.3	Kaufpreise vergleichbarer Unternehmen	90
4.5.4	Ergebnis	90
5	Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence	93
5.1	Bedeutung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence	93
5.2	Funktionen und Adressaten von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence.....	100
5.2.1	Funktionen	100
5.2.2	Adressaten.....	101
5.3	Quellen von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence.....	103
5.3.1	Induktive und deduktive Methoden	103
5.3.2	Die betriebswirtschaftliche und juristische Wissenschaft.....	104
5.3.3	Die Praxis des Unternehmenskaufs	105
5.3.4	Die Gesetzgebung und Rechtsprechung	106
5.3.5	Das Institut der Wirtschaftsprüfer.....	107

5.4 Grundsätze für die Planung der Due Diligence.....	109
5.4.1 Abgrenzung der Untersuchungseinheit.....	109
5.4.1.1 Abgrenzung nach der Akquisitionsstrategie.....	109
5.4.1.2 Abgrenzung nach dem Kaufobjekt.....	111
5.4.2 Abgrenzung der Teilbereiche der Due Diligence	112
5.4.2.1 Hierarchisierung der Teilbereiche	112
5.4.2.2 Schnittstellen zwischen den Teilbereichen.....	114
5.4.3 Festlegung der Untersuchungsbereiche und der -intensität	115
5.4.3.1 Festlegung der Untersuchungsbereiche	115
5.4.3.2 Festlegung der Untersuchungsintensität.....	116
5.4.4 Abstimmung der Planung mit dem Zielunternehmen.....	117
5.4.5 Beauftragung von Beratern und Gutachtern	123
5.4.5.1 Auftragsinhalt und -abgrenzung	123
5.4.5.2 Beraterhaftung	124
5.5 Grundsätze für die Durchführung der Due Diligence	126
5.5.1 Struktur der Durchführung der Due Diligence	126
5.5.2 Risikoidentifikation in den Untersuchungsbereichen	127
5.5.2.1 Risiken in der Due Diligence.....	127
5.5.2.2 Methoden der Risikoidentifikation.....	129
5.5.2.2.1 Retrograde Risikoidentifikation.....	130
5.5.2.2.2 Progressive Risikoidentifikation	131
5.5.3 Risikoanalyse und -aufbereitung.....	136
5.5.3.1 Risikoanalyse.....	136
5.5.3.2 Risikoaufbereitung.....	137
5.5.4 Risikohandhabung.....	139
5.5.4.1 Alternativen der Risikohandhabung	139
5.5.4.2 Risikovermeidung und –verminderung durch Gestaltungsmaßnahmen.....	140
5.5.4.3 Risikoüberwälzung durch Garantien des Verkäufers ...	141
5.5.4.3.1 Due Diligence und Garantien.....	141
5.5.4.3.2 Arten von Garantievereinbarungen	142
5.5.4.4 Risikotragung durch Grenzpreisanpassung	142
5.5.4.4.1 Vorbemerkungen.....	142
5.5.4.4.2 Finanzielle Überschüsse.....	144
5.5.4.4.3 Kalkulationszinssatz.....	145
5.5.4.5 Ergebnis der Risikohandhabung.....	146

5.6 Grundsätze für die Dokumentation und Berichterstattung.....	148
5.6.1 Dokumentation.....	148
5.6.2 Berichterstattung über die Ergebnisse	148
5.7 Zusammenfassung der Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence.....	151
6 Umsetzung der Due Diligence in den Teilbereichen.....	153
6.1 Financial Due Diligence.....	153
6.1.1 Gegenstand und Durchführung.....	153
6.1.2 Normalisierungsrechnungen	155
6.1.3 Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.....	156
6.1.4 Planungsrechnungen	158
6.2 Tax Due Diligence.....	159
6.3 Legal Due Diligence.....	161
6.4 Commercial Due Diligence	164
6.5 Human Resources Due Diligence.....	166
6.6 Organizational Due Diligence	169
6.7 Technical Due Diligence	170
6.8 Environmental Due Diligence	171
7 Zusammenfassung und Ausblick.....	174
Literaturverzeichnis.....	178

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Fortschreibung des Unternehmenswertes im Akquisitionsprozess.....	11
Abbildung 2:	Plan-Überschuss-Reihe und ex ante Bestimmung des Periodenerfolgs.....	21
Abbildung 3:	Ursachen kontrollierbarer Abweichungen.....	22
Abbildung 4:	Anteile der einzelnen Planungsjahre am Gesamtunternehmenswert (Kalkulationssatz = 10%, Wachstums- bzw. Schrumpfrate = 4%).....	23
Abbildung 5:	Anteile (kum.) der Planungsjahre am Gesamtunternehmenswert (Kalkulationssatz = 10%, Wachstums- bzw. Schrumpfrate = 4%).....	24
Abbildung 6:	Konzeption der rollierenden Planung zur unternehmenswertorientierten Abweichungsanalyse	26
Abbildung 7:	Plan-Überschussreihe und ex post Bestimmung des Periodenerfolgs.....	26
Abbildung 8:	Periodische Zerlegung des Erfolges der Periode 2	27
Abbildung 9:	Reihenfolge von Due Diligence, Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung im Akquisitionsprozess (N=231).....	52
Abbildung 10:	Einfluss der Due Diligence auf den ermittelten Unternehmenswert (N=220).....	53
Abbildung 11:	Berücksichtigung der Unsicherheit bei der Planung der Überschüsse	60
Abbildung 12:	Einsatz von Planungs- und Prognoseverfahren nach Branche und Unternehmen.....	63
Abbildung 13:	Varianten der DCF-Methode	78
Abbildung 14:	Verbreitungsgrad der Due Diligence nach Rechtsformen (N=199).....	94
Abbildung 15:	Verbreitungsgrade der Teilbereiche in einer Due Diligence (N=225)	95
Abbildung 16:	Unterlagen des Zielunternehmens nach dem Grad der Offenlegung (N=232).....	120

Abbildung 17:	Offengelegte Unterlagen des Zielunternehmens nach dem Grad der Vorab-Offenlegung durch das Zielunternehmen (N=232)	122
Abbildung 18:	Struktur der Durchführung der Due Diligence	126
Abbildung 19:	Horizontale und vertikale Aufspaltung des Unternehmenswertes zur retrograden Risikoidentifikation	131
Abbildung 20:	Verbreitungsgrade der Arten von Checklisten (N=234).....	133
Abbildung 21:	Risikoaufbereitung identifizierter Risiken in einem Risikotableau.....	138
Abbildung 22:	Vereinfachte Unternehmensplanung mit drei Szenarien	143
Abbildung 23:	Dokumentation der Maßnahmen zur Risikohandhabung im erweiterten Risikotableau	146
Abbildung 24:	Vertragsfolgerisiken als Ergebnis der Due Diligence	163

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

Abs.	Absatz
AfA	Absetzung für Abnutzung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
A_t	Mehrabsetzungen für Abnutzung der Periode t
β	Beta-Faktor
BB	Betriebs-Berater (Zs.)
B_B	Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens
Bd.	Band
Begr.	Begründer
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zs.)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
bspw.	beispielsweise
BV	Buchwert des übergehenden Betriebsvermögens
B_{VU}	Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFROI	Cash Flow Return on Investment
const.	constant
CVA	Cash Value Added
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zs.)
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Diligence
DIN	Deutsches Institut für Normung e.V.
Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zs.)
DStZ	Deutsche Steuerzeitung (Zs.)
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanlage und Asset-Management
E	Einigungsbereich
e.V.	eingetragener Verein
EBDIT	Earnings before Depreciation, Interest and Taxes

EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ESTG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii
etc.	et cetera
EVA	Economic Value Added
evtl.	eventuell
F	Marktwert des Fremdkapitals
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FN	Fußnote
FN-IDW	IDW-Fachnachrichten (Zs.)
FS	Festschrift
F_t	Marktwert des Fremdkapitals der Periode t
GE	Geldeinheiten
gem.	gemäß
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zs.)
GoA	Grundsätze ordnungsmäßiger Abschlußprüfung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
GoDD	Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence
GoF	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensführung
GoU	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensleitung
GoU-K	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung aus Käufersicht
GoÜ	Grundsätze ordnungsmäßiger Überwachung
GP_K	Grenzpreis des Käufers
GP_V	Grenzpreis des Verkäufers
HdUBew	Handbuch für Unternehmensbewertung
HdWW	Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft
HFA	Hauptfachausschuss (des Instituts der Wirtschaftsprüfer)
HGB	Handelsgesetzbuch
HHL	Handelshochschule Leipzig
HR	Human Resources
Hrsg.	Herausgeber
i	risikoloser Kalkulationszinssatz
i.d.R.	in der Regel

i.e.S.	im engeren Sinne
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW PS	Prüfungsstandard des Instituts der Wirtschaftsprüfer
IDW S	Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer
IKS	Internes Kontrollsystem
insb.	insbesondere
i_s	Zinssatz nach Steuern
IT	Informationstechnologie
k	Kalkulationszinssatz
k^E	Eigenkapitalkostensatz bei ausschließlicher Eigenfinanzierung
k^F	Eigenkapitalkostensatz bei anteiliger Fremdfinanzierung
KG	Kommanditgesellschaft
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KP	Kaufpreis
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
L	Verschuldungsgrad
LG	Landgericht
L_t	Verschuldungsgrad der Periode t
M	mindestens zu erzielender Überschuss
m	Anzahl der Unternehmenswertkomponenten
M&A	Mergers & Acquisitions (Zs.)
m.a.W.	mit anderen Worten
MDD	Market Due Diligence
N	Stichprobenumfang
n	Anzahl der Perioden des Betrachtungszeitraumes
NJW	Neue Juristische Wochenzeitschrift (Zs.)
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zs.)
o.J.	ohne Jahr
o.V.	ohne Verfasser
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
PEG	Price-Earnings-Growth-Ratio
RDV	Recht der Datenverarbeitung (Zs.)

r_M	Rendite des Marktportefeuilles
RWZ	Österreichische Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen (Zs.)
Rz.	Randzeichen
S.	Seite
SÄ	Sicherheitsäquivalent
$SÄ_t$	Sicherheitsäquivalent der Periode t
SG	Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.
s_E	persönlicher Einkommensteuersatz
s.o.	siehe oben
sog.	so genannte
Sp.	Spalte
StEntlG	Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002
StSenkG	Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung
StuB	Steuern und Bilanzen (Zs.)
s^U	Steuersatz auf Unternehmensebene
t	Periodenindex
Tz.	Teilziffer
u.a.	unter anderem/und andere
u.U.	unter Umständen
UB	Unternehmensbewertung
Univ.	Universität
UW	Unternehmenswert
UW_B	potentieller Preis des zu bewertenden Unternehmens
UW_K	Unternehmenswert aus Käufersicht
UW_t	Unternehmenswert der Periode t
UW_V	Unternehmenswert aus Verkäufersicht
UW_{VU}	Marktpreis eines Vergleichsunternehmens
Verl.	Verlag
VG	Veräußerungsgewinn
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WiB	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (früher: Wirtschaftsrechtliche Beratung) (Zs.)
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zs.)
WM	Wirtschaft und Bankrecht (Zs.)
WP	Wirtschaftsprüfer
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WPK-Mitt.	Wirtschaftsprüferkammer-Mitteilungen (Zs.)

WPO	Gesetz über eine Berufsordnung der Wirtschaftsprüfer (Wirtschaftsprüferordnung)
X	Operativer Cash Flow (Zahlungsüberschuss)
X_m	Zahlungsüberschuss einer einzelnen Unternehmenswertkomponente
X_n	Zahlungsüberschuss der letzten Periode des Betrachtungszeitraumes
X_t	Zahlungsüberschuss der Periode t
X_{tm}	Zahlungsüberschuss einer einzelnen Unternehmenswertkomponente in der Periode t
z	Risikozuschlag
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Zs.)
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Zs.)
zfbf	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zs.)
zfo	Zeitschrift für Organisation (Zs.)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Zs.)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (Zs.)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zs.)
Zs.	Zeitschrift

1 Einleitung

1.1 Ausgangsbefund

Einige „spektakuläre“ Unternehmenskrisen und -insolvenzen der letzten Jahre haben Forderungen nach einer Verbesserung der Kontrollmechanismen zur Überwachung von Aktiengesellschaften im Rahmen der Corporate Governance Nachdruck verliehen.¹ Der Gesetzgeber hat dem durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahre 1998 sowie das Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) im Jahre 2002 Rechnung getragen. Besondere Beachtung findet in diesem Zusammenhang die Pflicht des Vorstands einer Aktiengesellschaft zur Einrichtung eines Überwachungssystems (§ 91 Abs. 2 AktG). Nicht zuletzt infolgedessen wurde dem Management unternehmerischer Risiken im wissenschaftlichen Schrifttum und der Unternehmenspraxis seit einigen Jahren erhöhte Aufmerksamkeit zuteil. Zahlreiche Veröffentlichungen sind der Interpretation des § 91 Abs. 2 AktG sowie der Konzeption und Ausgestaltung eines dem KonTraG und betriebswirtschaftlichen Grundsätzen entsprechenden Risikomanagementsystems gewidmet.²

Der sorgfältige Umgang mit unternehmerischen Risiken und Chancen ist zum einen im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit, zum anderen und in besonderem Maße bei Entscheidungen über den Kauf eines Unternehmens zu gegenwärtigen. Empirische Untersuchungen über den Erfolg von Unternehmensakquisitionen³ weisen - je nach zugrunde liegendem Erfolgsmaß⁴ - regelmäßig hohe Misserfolgsraten zwischen 20% und über 50% auf.⁵ Diese Ergebnisse, verbunden mit der in letzter Zeit festzustellenden Tendenz, das Management des Käuferunternehmens für Fehlentscheidungen unmittelbar in An-

¹ Vgl. bspw. *Picot* (2001), S. 5; *Henselmann* (2001), S. 31 und *Wolf/Runzheimer* (2003), S. 21.

² Zu der Diskussion, ob und inwieweit durch § 91 Abs. 2 AktG neue Vorstandspflichten normiert oder aber bestehende Verpflichtungen nach §§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 Satz 1 AktG präzisiert werden vgl. *Zimmer/Sonneborn* (2001), S. 38, 41f.

³ Die Begriffe Unternehmensakquisition, Unternehmenskauf und Unternehmenserwerb werden in dieser Arbeit, sofern nicht ausdrücklich erwähnt, synonym verwendet.

⁴ Zu den Methoden der Messung des Erfolgs von Unternehmensakquisitionen vgl. *Dörr* (2000), S. 65-76 und *Berens/Mertes/Strauch* (2002), S. 64-68.

⁵ Vgl. bspw. die vergleichenden Darstellungen empirischer Untersuchungen bei *Dörr* (2000), S. 101-144 und *Brauner/Grillo* (2002), S. 277f.

spruch zu nehmen,⁶ sollten die Entscheidungsträger hinreichend für die Notwendigkeit sorgfältiger Entscheidungsvorbereitung sensibilisiert haben. Vor diesem Hintergrund besitzt das Thema Unternehmenskauf betriebswirtschaftliche sowie wirtschaftsrechtliche, mitunter gar strafrechtliche, Relevanz.

Entscheidungen über Unternehmensakquisitionen werden stets unter Unsicherheit getroffen. Diese Unsicherheit kann weder wegdefiniert noch weggerechnet werden, vielmehr gilt es, diese in angemessener Weise im Planungs- und Entscheidungsprozess zu handhaben. Eine Kategorie der Unsicherheit stellt die Ungewissheit dar, dass im Entscheidungszeitpunkt nicht bekannt ist, welcher unter den als denkbar angenommenen Zuständen und mit diesen verbundenen Zielbeiträgen eintreten wird. Hinzu kommen Informationsrisiken aufgrund des beschränkten Wissens über die Vollständigkeit der angenommenen zukünftigen Zustände. Solche Informationsrisiken implizieren die Gefahr von Ex-post-Überraschungen, wenn später eintretende Ist-Zustände nicht in der Planung vorhergesehen wurden.⁷

Beiden Arten von Risiken - den Risiken infolge der Ungewissheit und den Informationsrisiken - ist bei Akquisitionentscheidungen Rechnung zu tragen. Auf welche Weise dies geschieht, welche Instrumente hierfür zur Verfügung stehen und wie diese Instrumente untereinander abgestimmt bzw. abzustimmen sind, ist Gegenstand der Ausführungen in dieser Arbeit.

Die Notwendigkeit der Durchführung einer Unternehmensbewertung zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit eines Unternehmenskaufs ist in Wissenschaft und Unternehmenspraxis unstrittig. In gleichem Maße hat sich in den letzten Jahren die Auffassung durchgesetzt, dass eine Due Diligence zur Sicherstellung eines ordnungsmäßigen Unternehmenskaufs geboten ist. Beide Instrumente dienen der Entscheidungsunterstützung und -validierung im Akquisitionsprozess. Voraussetzung für deren Einsatz ist, dass die Instrumente zielgerichtet und untereinander koordiniert eingesetzt werden. Gleichwohl werden die Themen Unternehmensbewertung und Due Diligence in Theorie und Praxis weitgehend

⁶ Zur Strafanzeige gegen den Vorstand der Deutsche Telekom AG betreffend den überhöhten Kaufpreis für die Übernahme des US-Mobilfunkunternehmens Voicestream vgl. *o.V.* (2002), S. 79.

⁷ Zu dieser Systematisierung von Entscheidungsproblemen unter Unsicherheit vgl. *Schneider* (2001), S. 181-184.

unabhängig voneinander diskutiert bzw. die Schnittstellen zwischen Unternehmensbewertung und Due Diligence nicht hinreichend offen gelegt.

Bei einer Analyse des relevanten Schrifttums zur Unternehmensbewertung und zur Due Diligence können jeweilige Forschungsfelder und Schwerpunktsetzungen segmentiert werden. Die Unternehmensbewertung lässt sich dabei als die Lehre von der zieladäquaten Definition und Operationalisierung des Entscheidungskalküls interpretieren. Sie ist investitions- bzw. finanzierungstheoretisch angelegt und gibt die relevanten Inputfaktoren für die Errechnung des Grenzpreises als Entscheidungswert vor. Das Unterschreiten dieses Entscheidungswertes bei der Kaufpreisfindung lässt die Akquisition für den Käufer vorteilhaft respektive dessen Überschreiten den Kauf unvorteilhaft erscheinen.

Die Veröffentlichungen zur Due Diligence fokussieren die qualitative Analyse des Bewertungsobjektes und diskutieren einzelne Risiken, mitunter Risikokategorien, deren Identifizierung die Qualität der Entscheidung über den Unternehmenskauf sowie den Akquisitionserfolg erhöhen soll. Obgleich die Zielsetzung im Rahmen der Due Diligence im Schrifttum nicht explizit formuliert wird, kann diese im Grunde keine andere als die in der Unternehmensbewertung postulierte darstellen. Demnach sollten auch die Handlungsempfehlungen zur Durchführung der Due Diligence an dieser Zielsetzung ausgerichtet sein. Die Literatur hingegen spricht eine andere Sprache, da die Forschungsfelder und Schwerpunktsetzungen nicht in der Weise aufeinander abgestimmt sind, wie dies für eine integrierte Anwendung von Unternehmensbewertung und Due Diligence sachgerecht erscheint.

Wird der Unternehmenskauf prozessbezogen betrachtet, stellt die Due Diligence eine relativ scharf abgegrenzte Phase innerhalb des Akquisitionsprozesses dar, die Unternehmensbewertung demgegenüber lässt sich prozessunabhängig charakterisieren. Bezogen auf die Reihenfolge, in der Unternehmensbewertung einerseits und Due Diligence andererseits im Akquisitionsprozess durchzuführen sind, resultieren hieraus zwei Alternativen. Zum einen kann zunächst die Berechnung des Unternehmenswertes erfolgen, der nachfolgend durch die Ergebnisse der Due Diligence revidiert respektive bestätigt wird; zum anderen kann der Unternehmenswert auf der Basis der Ergebnisse der Due Diligence berechnet werden. Beide Alternativen verlangen wiederum, dass das relevante

Ziel bzw. Zielsystem jeweils übereinstimmt und die Vorgaben aus der Unternehmensbewertung hinsichtlich des relevanten Informationsbedarfs eine kongruente Beachtung und Behandlung im Rahmen der Due Diligence erfahren.

Für die Prüfung, inwieweit diese Kongruenz der Informationsinputs gegeben ist, werden die einzelnen Verfahren der Unternehmensbewertung analysiert. Hierbei lässt sich feststellen, dass einige Variablen des Bewertungskalküls nicht Gegenstand der Due Diligence sind bzw. nicht in diesem Zusammenhang diskutiert werden. Ein Beispiel hierfür ist der persönliche Steuersatz des Anteilseigners. Für andere Variablen erfolgt eine kongruente Behandlung bzw. lässt sich diese herstellen. Schließlich werden für die Due Diligence Sachverhalte thematisiert, die keinen oder lediglich sehr losen Zusammenhang zur Unternehmensbewertung erkennen lassen. Ziel der Betrachtung ist, die Verfahren der Unternehmensbewertung prozessorientiert zu strukturieren sowie die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zur Due Diligence sowohl in sachlicher als auch zeitlicher Dimension offen zu legen.

Ogleich die Notwendigkeit der Durchführung einer Due Diligence weitgehend unbestritten ist, existieren zur inhaltlichen Konkretisierung weder gesetzliche Vorschriften noch Verlautbarungen oder Standards durch Berufsorganisationen, wie bspw. dem Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW). Allein aus den allgemeinen Sorgfaltspflichten der Geschäftsleitung von Kapitalgesellschaften kann die Pflicht zur Due Diligence konstatiert werden. Im Falle von Rechtsstreitigkeiten nach erfolgtem Unternehmenskauf kann dies zu Unsicherheit führen, da bislang weder die Frage beantwortet ist, ob unter gewährleistungsrechtlichen Aspekten eine Due Diligence durchzuführen ist, noch welche Anstrengungen der Käufer im Einzelfall unternehmen muss, um der sorgfältigen Durchführung einer Due Diligence zu entsprechen. Für die Annahme der Due Diligence als Verkehrssitte mangelt es an der inhaltlichen Konkretisierung.

1.2 Problemstellung

Die der Arbeit zugrunde liegende Problemstellung soll anhand eines einfachen Beispiels mit zunächst restriktiven Prämissen veranschaulicht werden, welche im weiteren Verlauf gelockert werden. Gegeben sei eine Reihe zukünftiger Zielbeiträge in Form von Zahlungsüberschüssen X_t mit $X_t = 100 \quad \forall t = 1, \dots, \infty$.

Der Verkäufer eines Unternehmens sichere dem Käufer zu, dass das Unternehmen in der Zukunft X_t erwirtschaften wird und diese Beträge an den Käufer ausgeschüttet werden können. Zugleich wird angenommen, die sowohl für Verkäufer als auch Käufer einzige Alternative zur Investition in das Unternehmen sei die Investition der zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel in eine Anlage mit einer (sicheren) Verzinsung von 10% p.a. Steuern existieren nicht. In dieser Konstellation würde der Verkäufer einen Grenzpreis GP_V im Sinne des mindestens zu erzielenden Verkaufspreises in Höhe des Barwertes der ewigen Rente von $(100/0,1 =) 1.000$ kalkulieren. Der Käufer kalkuliert seinen Grenzpreis GP_K analog mit $(100/0,1 =) 1.000$. Unter diesen Bedingungen herrscht offenbar eine Pattsituation: Verkäufer und Käufer sind indifferent gegenüber dem Verkauf respektive Kauf des Unternehmens und der alternativen Geldverwendungsmöglichkeit.

Die Welt, in der unternehmerisches Handeln generell und speziell ein Unternehmenskauf stattfinden, ist nicht derart einfach strukturiert. Gleichwohl dient das Ausgangsbeispiel als Referenzpunkt. Folgende Prämissenlockerungen führen zu einer realitätsnäheren Betrachtung:

- Der Verkäufer des Unternehmens wird dem Käufer die zukünftigen Überschüsse nicht zusichern (wollen bzw. können). Nach dem Eigentumsübergang geht die unternehmerische Verantwortung auf den Käufer über.
- Der Käufer wird folglich - gerade im Rahmen strategisch motivierter Akquisitionsprozesse - andere Vorstellungen über die Höhe und die Eintrittswahrscheinlichkeit der zukünftigen Zahlungen aus dem Unternehmen entwickeln bzw entwickeln müssen.
- Die Art und der Umfang jeweiliger Informationsrisiken und der Umgang mit diesen ist bei beiden Parteien unterschiedlich.
- Die Parteien verfügen über unterschiedliche Alternativanlagen mit unterschiedlichen Verzinsungserwartungen und Anlagebeträgen.
- Es existieren auf Verkäufer- und Käuferseite unterschiedliche Besteuerungskonstellationen, welche sowohl die laufende Besteuerung als auch die Besteuerung des Eigentumsübergangs (Veräußerungsgewinnbesteuerung) betreffen.

Diese Sachverhalte können einen Einigungsbereich zwischen dem Grenzpreis des Käufers und demjenigen des Verkäufers ermöglichen. Zu untersuchen ist in diesem Zusammenhang, welche Informationen der Käufer vom Verkäufer für seine Entscheidung benötigt und wie der Informationsaustausch im Akquisitionsprozess organisiert und sichergestellt werden kann.

1.3 Forschung im Bereich Unternehmensbewertung und Due Diligence

Die Lehre von der Bewertung ganzer Unternehmen ist ein traditionsreiches Gebiet im Rahmen der Betriebswirtschaftslehre und das Schrifttum hierzu umfangreich. In den letzten Jahren stand vor allem die operationale Umsetzung der wertorientierten Unternehmensführung im Wege der Berechnung des Unternehmenswertes mit Hilfe der Discounted-Cash-Flow-Methoden im Mittelpunkt der Betrachtungen. Schwierigkeiten bereiteten vor allem die Äquivalenzbedingungen, unter denen APV-, WACC- und Equity-Ansatz zu demselben Ergebnis führen. Einen weiteren Schwerpunkt bildete die Einbeziehung von Steuern unter Beachtung des deutschen Steuersystems. Vernachlässigt wird in diesem Zusammenhang oftmals der Informationsbedarf, den die einzelnen Methoden aufweisen und wie dieser im konkreten Bewertungsfall zu befriedigen ist.

Innerhalb des Schrifttums zur Due Diligence zeichnet sich eine Schwerpunktsetzung und Spezialisierung nach wissenschaftlichen Disziplinen und Fachrichtungen ab, die ihren Niederschlag in den Teilbereichen der Due Diligence findet (Commercial, Financial, Tax, Legal Due Diligence etc.). Kennzeichnend für die Due Diligence ist, dass die Beschäftigung mit dieser Thematik zwar ihren Kern in der Betriebswirtschaftslehre besitzt, jedoch weit darüber hinausgeht und von juristischen und ingenieur- sowie naturwissenschaftlichen Fachrichtungen bereichert wird. Umso notwendiger erscheint ein konzeptioneller Rahmen, der die Ausrichtung der einzelnen Teilbereiche auf das übergeordnete Ziel der Due Diligence sicherstellt.

1.4 Ziele und Struktur der Arbeit

Mit der vorliegenden Arbeit soll ein Beitrag zum Verständnis des Verhältnisses von Unternehmensbewertung und Due Diligence geleistet werden. Ausgehend von der obersten Zielsetzung beim Unternehmenskauf und der Frage nach der

Sicherstellung des Erfolgs im Akquisitionsprozess erfolgt eine Untersuchung in zeitlicher und in funktionaler Perspektive. Durch die integrative Betrachtung soll sichergestellt werden, dass Risiken, die den Akquisitionserfolg gefährden, zum einen vollständig und zum anderen überschneidungsfrei berücksichtigt werden.

In Kapitel 2 werden das Entscheidungskalkül von Käufer und Verkäufer sowie die Bedingungen für das Zustandekommen eines Unternehmenskaufs dargelegt. Die Messung des Akquisitionserfolgs vollzieht sich über den gesamten Akquisitionsprozess hinweg und gibt die Zielsetzung und Handlungsvorgabe, an der sich sämtliche Tätigkeiten zu orientieren haben. Vor diesem Hintergrund gibt Kapitel 3 einen Einblick in die Positionierung von Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess. Besondere Beachtung wird dabei den wirtschaftsrechtlichen Restriktionen geschenkt, die reale Akquisitionsprozesse in den einzelnen Phasen determinieren.

Kapitel 4 ist den Verfahren der Unternehmensbewertung gewidmet. Diese werden unter der Fragestellung analysiert, welche Anforderungen im Einzelnen an die zu beschaffenden Informationen gestellt werden und wie und in welchem Umfang Risiken Eingang in das Bewertungskalkül finden. Auf dieser Basis können die Aufgaben und die inhaltliche Ausgestaltung der Due Diligence herausgearbeitet werden.

In Kapitel 5 erfolgt die Entwicklung erster Ansätze von betriebswirtschaftlichen Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence, die im Verbund mit den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung (*Moxter*) bzw. den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW) ein System betriebswirtschaftlicher Grundsätze ordnungsmäßigen Unternehmenskaufs bilden. Diese Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence können zum einen den beteiligten Parteien (Unternehmenskäufer und -verkäufer) als Verständigung über Art und Umfang der Due Diligence dienen. Zum anderen stellen sie einen Handlungsrahmen für im Akquisitionsprozess engagierte Dienstleister (Berater und Prüfer) dar.

In Kapitel 6 schließlich wird die Umsetzung der Due Diligence in den einzelnen Teilbereichen vorgestellt.

2 Akquisitionsentscheidung und Erfolg einer Akquisition

2.1 Zum Begriff des Akquisitionscontrolling

Der Kauf eines Unternehmens kann als Handlungsoption im Rahmen der strategischen Planung und Entscheidungsbildung charakterisiert werden. Im Folgenden soll dargelegt werden, wie die Messung, Steuerung und Kontrolle des Erfolgs eines Unternehmenskaufs, konzeptionell abgeleitet aus der obersten Unternehmenszielsetzung, rechnerisch abgebildet werden kann. Die hiermit zusammenhängenden Fragestellungen lassen sich unter den Begriff Akquisitionscontrolling subsumieren und zeigen im Weiteren den Stellenwert und die Funktion von Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess auf.

Die begriffliche Abgrenzung und inhaltliche Charakterisierung des Controlling im Rahmen von Unternehmensakquisitionen ist in der Literatur nicht einheitlich. Ausgehend von dem Begriff des Controlling wird versucht, diesen objektbezogen auf ein Akquisitions- oder Beteiligungscontrolling zu übertragen und inhaltlich zu konkretisieren.⁸ Dementsprechend wird allgemein unter Akquisitions- oder Beteiligungscontrolling die Planung, Steuerung und Kontrolle sowie zielorientierte Koordination von Entscheidungen zu einem Unternehmensverbund gehörender Unternehmen verstanden.⁹ Die Autoren verwenden hierbei mehrheitlich den Begriff Beteiligungscontrolling¹⁰, wobei -phasenbezogen - diesem auch Controllingaufgaben im Akquisitionsprozess zugewiesen werden. Konsensfähig im Hinblick auf die Aufgaben eines Akquisitions- oder Beteiligungscontrolling im Rahmen eines unternehmenswertorientierten Ansatzes dürfte die Bestimmung, laufende Überwachung und Kontrolle des Unternehmenswertes der Zielgesellschaft sein. *Baetge* definiert Akquisitionscontrolling in diesem Sinne als „Vergleich von Plan- und Istdaten des Akquisitionsobjekts und der es umgebenden Konzernwelt mit dem Ziel, einerseits den Akquisitionserfolg und seine Bestimmungsfaktoren herauszuarbeiten und andererseits

⁸ Vgl. zur Abgrenzung zwischen Beteiligungscontrolling und Akquisitionscontrolling *Baetge* (1997), S. 449f.

⁹ Vgl. *Weismüller* (1997), S. 892; *Gebhardt* (1995), S. 2225; *Hoffjan/Eltze* (1998), S. 146; *Paul* (1997), S. 234 und *Schmidt* (1989), S. 270.

¹⁰ Ausnahmen stellen *Baetge* (1997), S. 448-468; *Weismüller* (1997), S. 892-911 und *Steinöcker* (1993) dar, die den Begriff Akquisitionscontrolling verwenden.

im akquirierten Unternehmen bisher ungenutzte Potentiale zu identifizieren, die aufgrund der Akquisition nutzbar gemacht werden können¹¹. Die folgenden Ausführungen zeigen, wie ein so definiertes Akquisitionscontrolling, beginnend vor bzw. im Zeitpunkt der Unternehmensübertragung und in die Postakquisitionsphase hineinreichend, operational umzusetzen ist.

2.2 Grenzpreiskalkül von Käufer und Verkäufer und Einigungsbereich

2.2.1 Zielsetzung beim Unternehmenskauf

Der Frage nach der obersten Unternehmenszielsetzung hat sich das Schrifttum im Zusammenhang mit der Kompatibilität des Shareholder-Value-Konzeptes mit dem deutschen Aktienrecht gewidmet.¹² Die Diskussion soll hier nicht nachgezeichnet werden. Von Interesse ist vielmehr die Kernthese, dass die langfristige Gewinnmaximierung im Sinne der Maximierung des Gegenwartswertes der erwarteten Erträge das Formalziel einer normtypischen Aktiengesellschaft darstellt.¹³

Diese Leitmaxime, verantwortliches Handeln an den langfristigen Auswirkungen zu treffender Entscheidungen auszurichten, steht im Einklang mit der betriebswirtschaftlichen Theorie der Bewertung ganzer Unternehmen. Bewertungsrelevant sind die über den gesamten Betrachtungszeitraum erwarteten und an die Anteilseigner ausschüttbaren finanziellen Überschüsse, die mit einem risikoadäquaten Kalkulationszinssatz auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst werden.¹⁴ In einen auf diese Weise errechneten Unternehmenswert müssen letztlich sämtliche strategischen Handlungsalternativen, quantitativen wie qualitativen Ziele und Nebenbedingungen des Käuferunternehmens zum Bewertungszeitpunkt einmünden.

¹¹ Baetge (1997), S. 450.

¹² Vgl. Mülbart (1997), S. 129-172; von Werder (1998), S. 69-91 und Schilling (1997), S. 373-381.

¹³ Vgl. Mülbart (1997), S. 141, 157: FN 104. Shareholder Value als Maximierung des Marktwertes für die Aktionäre ist mit dem verbandsrechtlichen Formalziel der Gewinnmaximierung nicht unmittelbar äquivalent, lässt sich jedoch mit diesem nach Mülbart in dem Sinne vereinbaren, dass eine marktwertmaximierende Unternehmenssteuerung künftige Eigenkapitalfinanzierungsmöglichkeiten und hierüber die Ertragssituation verbessert, vgl. Mülbart (1997), S. 162f., 172.

¹⁴ Detaillierte Ausführungen zu alternativen Verfahren der Unternehmensbewertung sind Gegenstand von Kapitel 4.

Bezogen auf den Unternehmenskauf stellt der Entscheidungswert den subjektiven Grenzpreis im Sinne des maximalen Kaufpreises für das Unternehmen aus Käufersicht dar (GP_K).¹⁵ Diesem Grenzpreis ist der tatsächlich zustande kommende Kaufpreis (KP) gegenüber zu stellen, der sich im Rahmen der Verhandlungen mit dem Verkäufer, ggf. unter Beeinflussung durch Gebote anderer Kaufinteressenten, bildet. Vorteilhaft ist der Kauf des Unternehmens für den Käufer, wenn gilt: $GP_K > KP$. Für den Verkäufer ist der Verkauf vorteilhaft, wenn der Kaufpreis seinen subjektiven Grenzpreis (GP_V) übersteigt: $KP > GP_V$. Eine Einigung zwischen Käufer und Verkäufer kann mithin zustande kommen, wenn ein Einigungsbereich E existiert:

$$E = GP_K - GP_V \stackrel{!}{\geq} 0.$$

Entscheidungstheoretisch liefert die Unternehmensbewertung damit eine Komponente des Entscheidungskalküls im Akquisitionsprozess, den Grenzpreis. Die Zielfunktion für den Käufer lautet: Maximiere die Differenz zwischen dem subjektiven Grenzpreis (GP_K) im Sinne des maximalen Kaufpreises für das Unternehmen und dem zu zahlenden Kaufpreis (KP)!

Zielsetzung des Käufers muss demnach sein, einen „Keil“ zwischen GP_K und KP zu treiben. Ein hoher Unternehmenswert GP_K sagt allein noch nichts aus und ist nicht per se anzustreben, da es diesen in der Folgezeit schließlich auch zu realisieren gilt. Je höher die Meßlatte für das Erreichen der in den Unternehmenswert eingehenden Planwerte zum Bewertungszeitpunkt gelegt wird, desto höher ist schließlich das Risiko einer späteren negativen Abweichung des realisierten Unternehmenswertes gegenüber dem Unternehmenswert im Akquisitionszeitpunkt.

Vorsicht ist daher vor einem zu ambitioniert geplanten Unternehmenswert geboten. Unter der Prämisse, dass die geplanten Überschüsse in der Folgezeit erreicht werden, stellt die im Übernahmzeitpunkt erzielte Differenz zwischen GP_K und KP den Erfolg der Akquisition dar. Da KP nach unten durch GP_V begrenzt wird, sind seitens des Käufers auch Überlegungen hinsichtlich GP_V anzustellen, um im Rahmen der Argumentation in den Verhandlungen den Kaufpreis in Richtung des Grenzpreises des Verkäufers zu steuern und mög-

¹⁵ Vgl. bspw. *Mandl/Rabel* (1997), S. 17; *Pooten* (1999), S. 15f. und *Hölscher* (1998), S. 39f.

lichst die Differenz $GP_K - GP_V$ „abzuschöpfen“. Abbildung 1 soll diese Perspektive illustrieren: Ausgehend vom Grenzpreis des Käufers wird der Unternehmenswert bis zur Integration verfolgt und Abweichungen in den einzelnen Phasen des Akquisitionsprozesses bestimmt.

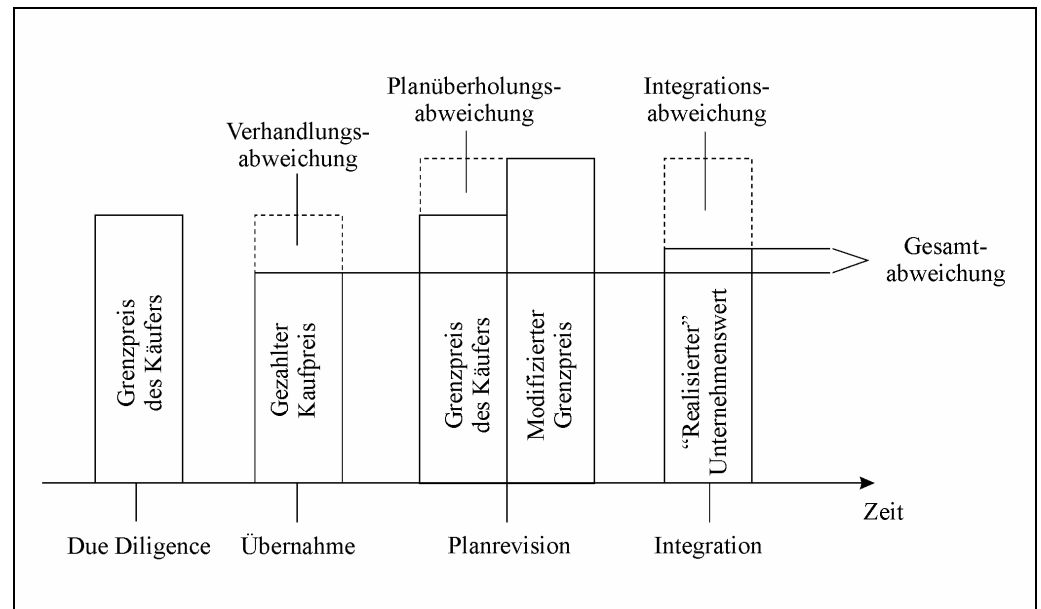


Abbildung 1: Fortschreibung des Unternehmenswertes im Akquisitionsprozess¹⁶

Stellen sich - aufgrund richtiger Planung im Kaufzeitpunkt - nach der Akquisition keine Planüberholungs- und Integrationsabweichungen ein, ist der Verhandlungserfolg $GP_K - KP$ der Erfolg der Akquisition. Ist GP_K im Kaufzeitpunkt deckungsgleich mit KP , ist der Akquisitionserfolg gleich Null. In diesem Fall erfolgt lediglich ein Tausch des Unternehmens(wertes) gegen den Kaufpreis. Hinsichtlich des Sicherheitsgrads entsprechen sich GP_K und KP : In den Unternehmenswert GP_K gehen Erwartungswerte der unsicheren finanziellen Überschüsse ein, die über einen Risikozuschlag zum Basiszinssatz in quasi-sichere Überschüsse überführt werden. Gleichwohl besteht das Risiko des Unternehmenskaufs gegenüber dem sicheren Abfluss des Kaufpreises darin, dass die erwarteten Überschüsse in der Zukunft nicht die ursprünglich geplante Höhe erreichen.

Im Folgenden wird gezeigt, welche Komponenten GP_K und GP_V beeinflussen und dadurch einen Einigungsbereich ermöglichen respektive verhindern.

2.2.2 Ursachen und Bedingungen für das Vorliegen eines Einigungsbereichs

2.2.2.1 Zukunftserfolgsprognosen und -planungen

Allgemeiner Konsens ist, dass der Unternehmenswert aus den zukünftigen Erfolgen des Unternehmens in Form von finanziellen Überschüssen unter Berücksichtigung alternativer Geldverwendungsmöglichkeiten abzuleiten ist. Vorbehaltlich der operationalen Definition des Bewertungskalküls in Abhängigkeit der im Einzelfall gewählten Bewertungsmethode¹⁷ stellen damit der künftige Zahlungsstrom und die alternativen Geldverwendungsmöglichkeiten die Ansatzpunkte für unterschiedliche Grenzpreise von Verkäufer und Käufer und mithin für einen Einigungsbereich dar. Entsprechend muss das Unternehmen aus der Sicht des Käufers wertvoller sein als aus der Sicht des Verkäufers und - bei mehreren Kaufinteressenten für das Unternehmen - aus der Sicht konkurrierender Bieter.

Der Käufer kann einen höheren Grenzpreis als der Verkäufer ermitteln, sofern er - ceteris paribus - andere Vorstellungen über die Höhe und die zeitliche Verteilung der zukünftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens entwickelt. Bewegt sich der Grenzpreis des Verkäufers und folglich der potentielle Kaufpreis in der Nähe des Grenzpreises des Käufers, muss der Käufer umso intensiver prüfen, inwieweit er ungenutzte Potentiale in dem Unternehmen nutzbar machen bzw. durch ein geändertes Fortführungskonzept oder Synergieeffekte zukünftige Überschüsse realisieren kann, die über denjenigen des Verkäufers (und ggf. anderer Bieter für das Unternehmen) liegen. Damit setzt eine Unternehmensbewertung, die auf der Diskontierung zukünftiger finanzieller Zielbeiträge beruht, im Rahmen der Planung und Prognose insbesondere eine angemessene Selbstbewertung und vorurteilsfreie Einschätzung der eigenen Fähigkeiten des Käufers zur Realisierung eines Wertpotentials voraus (Grundsatz der Selbstbewertung).¹⁸

¹⁶ Quelle: In Anlehnung an *Baetge* (1997), S. 456.

¹⁷ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 4.

¹⁸ Vgl. *Pooten* (1999), S. 174.

Vor dem Hintergrund der eigenen Fähigkeiten muss sich der Käufer sodann mit der Analyse und Prüfung der Planung der Zielgesellschaft beschäftigen. Wird das Unternehmen nach dem Erwerb relativ eigenständig weitergeführt, ist der Käufer in geringerem Maße daran interessiert, Änderungen in der Strategie des Unternehmens herbeizuführen. Sofern der Kauf des Unternehmens in einem solchen Fall unter Berücksichtigung des zu zahlenden Kaufpreises überhaupt sinnvoll erscheint, steht die Sicherheit der Erreichung der zukünftigen, seitens der Zielgesellschaft geplanten Zielbeiträge im Vordergrund. Dabei kann auf die Planungsrechnungen der Zielgesellschaft, sofern diese vorhanden sind und auch zur Verfügung gestellt werden, zurückgegriffen werden.¹⁹ Insbesondere, wenn der Erwerber nicht mit den notwendigen Kenntnissen über die Branche und die regionalen Verhältnisse ausgestattet ist, kann davon ausgegangen werden, dass die im Unternehmen für den Planungsprozess Verantwortlichen über bessere Prognosefähigkeiten verfügen als der Erwerber. Aus diesem Grunde steht die Prüfung der Zuverlässigkeit des Planungsprozesses und der Plausibilität der Planungsprämissen im Vordergrund.

Wird hingegen eine weitreichende Umstrukturierung, Neuausrichtung oder Synergieerzielung durch Know-how-Transfer und/oder Aufgabenzentralisierung angestrebt, sind detailliertere Überlegungen zur Zukunftserfolgsplanung erforderlich. In diesem Fall ist der Erwerber gefordert, eigene Planungsrechnungen aufzustellen, da infolge geänderter Planungsprämissen nicht ohne weiteres auf vorhandene Planungen der Zielgesellschaft Bezug genommen werden kann. Dementsprechend wird es erforderlich sein, verstärkt auf die Ebene der einzelnen Unternehmensteile und -abläufe, mithin die einzelnen Elemente der Wertschöpfungskette, einzugehen, um die Erfolgsaussichten von Umstrukturierungsmaßnahmen oder die Realisierbarkeit von Synergieeffekten (genauer: die Realisierbarkeit eines positiven Saldos aus positiven und negativen Effekten) beurteilen zu können. Der Umfang der zu leistenden Planungsarbeit ist in solchen Fällen höher als bei einer Prüfung der Sicherheit zukünftiger Ergebnisse nach bisheriger Unternehmenskonzeption. Erleichtert wird diese Mehrarbeit jedoch dadurch, dass die Durchführung von Umstrukturierungen oder die Er-

¹⁹ Es sollte darauf geachtet werden, dass diese Planungsrechnungen nicht für Zwecke des Verkaufs erstellt wurden, sondern das Ergebnis der normalen Planungstätigkeit darstellen.

reichbarkeit von Synergieeffekten Kenntnisse des Geschäfts und der Aktivitäten der Zielgesellschaft voraussetzt.

2.2.2.2 Individuelles Entscheidungsfeld

Der einer Unternehmensbewertung immanente Vergleich des zu kaufenden Unternehmens mit alternativen Investitionsmöglichkeiten erfordert eine Abgrenzung und Analyse des individuellen, subjektiven Entscheidungsfeldes.²⁰ Damit hängt der Wert des Unternehmens für das Bewertungssubjekt (Verkäufer oder Käufer) von der besten verdrängten Alternative aus dem jeweiligen Investitionsprogramm ab.²¹ Für den Verkäufer stellt die Differenz zwischen dem Wert des Basisprogramms (mit Unternehmen) und demjenigen des Bewertungsprogramms (ohne Unternehmen) seinen Grenzpreis dar; beim Käufer errechnet sich der Grenzpreis aus der Differenz zwischen Bewertungsprogramm (mit Unternehmen) und Basisprogramm (ohne Unternehmen).²²

Es ist unmittelbar einsichtig, dass insbesondere unter den Bedingungen eines unvollkommenen Kapitalmarktes die Finanzierungsmöglichkeiten und Anlagealternativen von Verkäufer und Käufer unterschiedlich ausgestaltet sind. Hieraus folgt, dass bei ansonsten gleichen Vorstellungen über die Höhe und zeitliche Verteilung der finanziellen Überschüsse aus dem betrachteten Unternehmen diesem von den Parteien, in Abhängigkeit ihrer individuellen real- oder finanzwirtschaftlichen Handlungsalternativen, ein unterschiedlicher Wert bemessen wird.

Über die Richtung und das Ausmaß, in dem das individuelle Entscheidungsfeld der beteiligten Parteien die Existenz eines Einigungsbereichs begünstigen und hemmen, kann keine generelle Aussage getroffen werden. Bei der im Folgenden zu diskutierenden Besteuerung der Unternehmensübertragung hingegen lässt sich zeigen, dass diese grundsätzlich transaktionserschwerend wirkt.

²⁰ Vgl. *Pooten* (1999), S. 138-142; *Hering* (1999), S. 13-16 und *Moxter* (1983), S. 134f.

²¹ Vgl. *Schultze* (2001), S. 40-43.

²² Vgl. *Hering* (1999), S. 52 und 36.

2.2.3 Besteuerung der Unternehmensübertragung

2.2.3.1 Vorbemerkungen

Die Unternehmensübertragung löst sowohl auf der Veräußerer- als auch der Erwerberseite steuerliche Folgen aus, die in den jeweiligen Grenzpreiskalkülen zu berücksichtigen sind.²³

Der rational handelnde Verkäufer wird die zu zahlende Steuern auf den Veräußerungsgewinn in seinen Grenzpreis einbeziehen, um nach Abzug der Steuerzahlungen finanzielle Mittel zur Verfügung zu haben, die bei der Investition in eine Alternativanlage zukünftige Zahlungen risikoäquivalenter Höhe erwarten lassen.²⁴ Bei gleichen Erwartungen bezüglich zukünftiger Überschüsse und gleichen Kapitalkostenansätzen ist der Grenzpreis des Verkäufers somit um die Veräußerungsgewinnsteuer höher als derjenige des Käufers. Stehen dem Käufer keine Möglichkeiten zur Verfügung, die Differenz zwischen gezahltem Kaufpreis und übernommenem Betriebsvermögen via Abschreibung in zukünftige Steuerminderzahlungen zu transferieren, müssen für das Vorliegen eines Einigungsbereiches auf Käuferseite die erwarteten Überschüsse höher bzw. der Kapitalkostensatz entsprechend niedriger sein als auf Verkäuferseite.

Im Folgenden soll zum einen die Übertragung einer Personengesellschaft und zum anderen die Übertragung einer Kapitalgesellschaft betrachtet werden. Hierzu werden jeweils die Grenzpreise von Verkäufer und Käufer unter Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung und des Abschreibungspotentials abgeleitet.²⁵ Um eine einheitliche Ebene der Betrachtung zu gewährleisten, schließen die Kalküle die persönliche Besteuerung des Gesellschafters mit ein. Bezugspunkt ist mithin der veräußernde Gesellschafter in Form einer natürliche Person.

²³ Vgl. zu den steuerlichen Folgen des Unternehmenskaufs auf Veräußerer- und Erwerberseite allgemein *Löffler* (2002); *Hötzel* (1997); *Eilers/Nowack* (1998) und *Klein-Blenkers* (2001), S. 1105-1113.

²⁴ Vgl. zu diesem Steueräquivalenzprinzip *Moxter* (1983), S. 177-180, insb. 179f.

²⁵ Vgl. hierzu auch *Strauch/Dörges* (1999).

2.2.3.2 Übertragung von Personengesellschaften

2.2.3.2.1 Grenzpreis des Veräußerers

Wird die Beteiligung an einer Personengesellschaft aus dem Privatvermögen einer natürlichen Person oder dem Betriebsvermögen einer Personengesellschaft veräußert, so erfolgt die Besteuerung des Veräußerungsgewinns nach § 16 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 34 EStG. Für diese Fälle gilt die begünstigte Besteuerung.²⁶ Unter der Annahme, dass der Grenzpreis des Verkäufers (GP_V) dem Veräußerungspreis²⁷ entspricht, kann der Veräußerungsgewinn (VG) definiert werden als die Differenz zwischen dem Grenzpreis und dem Buchwert des übergehenden Betriebsvermögens (BW):

$$VG = GP_V - BW.$$

Soll sich der Verkäufer durch den Verkauf nicht schlechter stellen als beim Halten der Beteiligung, so muss dieser neben dem Unternehmenswert (UW_V) die persönliche Einkommensteuer (Steuersatz s_E) auf den Veräußerungsgewinn vom Erwerber vergütet bekommen.²⁸ Von der Begünstigungsvorschrift des § 34 EStG (Progressionsmilderung aufgrund der sog. Fünftelregelung) wird abstrahiert, da sie bei Erreichen der oberen Proportionalgrenze des Einkommensteuertarifs mit sonstigen Einkünften keine Entlastungswirkung entfaltet.²⁹ Damit gilt für den Grenzpreis des Verkäufers:

$$GP_V = UW_V + s_E \cdot (GP_V - BW)$$

$$GP_V = \frac{UW_V - s_E \cdot BW}{1 - s_E}.$$

Veräußert eine Kapitalgesellschaft eine Beteiligung an einer Personengesellschaft, so unterliegt der dabei entstehende Gewinn ungemildert³⁰ der Körper-

²⁶ Vgl. *Eilers/Nowack* (1998), S. 631ff.

²⁷ Die vom Veräußerungserlös abzusetzenden Kosten der Veräußerung (§ 16 Abs. 2 EStG) können als vom Grenzpreis bereits zum Abzug gebracht angesehen werden.

²⁸ Vgl. *Siegel* (1994a), S. 1489; *Wagner* (1972), S. 1639; *Wagner/Rümmele* (1995), S. 438 und *Böcking* (1994), S. 1431.

²⁹ Zur Steuerentlastungswirkung des § 34 EStG bei unterschiedlich hohen Einkünften und alternativer Aufteilung auf ordentliche und außerordentliche Einkünfte vgl. *Herzig/Förster* (1999), S. 711 und *Kroschel/Wellisch* (1998), S. 2551.

³⁰ § 34 EStG gilt nicht für Körperschaften, vgl. *Uelner/Hörger* (1994), S. 460 und *Eilers/Nowack* (1998), S. 634.

schaftsteuer und beim Gesellschafter, sofern er eine natürliche Person ist, nach der Gewinnausschüttung der Einkommensteuer. Die Anteilsveräußerung durch den Gesellschafter (sofern er eine natürliche Person ist und die Beteiligung im Privatvermögen oder im Betriebsvermögen hält) ist gegenüber der Vermögensveräußerung durch die Kapitalgesellschaft aufgrund der Besteuerung gemäß § 34 EStG einkommensteuerlich privilegiert.

2.2.3.2.2 Grenzpreis des Käufers

Der Grenzpreis des Käufers in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft ergibt sich aus dem Unternehmenswert (UW_K) und dem steuerlichen Vorteil der Mehr-AfA aus der Buchwertaufstockung in der Ergänzungsbilanz. Unterstellt wird wiederum eine Übereinstimmung von Kaufpreis und Grenzpreis des Käufers (GP_K). Das gesamte zusätzliche Abschreibungspotential ist die Differenz aus Kaufpreis und den Buchwerten der bislang beim Veräußerer bilanzierten Wirtschaftsgüter (BW). Stellt (A_t) die jährliche steuerliche Mehr-AfA dar, ergibt sich damit:

$$\sum_{t=0}^m A_t = GP_K - BW \text{ mit } m \leq n.$$

Die Frage ist nun, wie sich das Abschreibungspotential auf stille Reserven und Geschäfts- oder Firmenwert einerseits sowie innerhalb der stillen Reserven auf die einzelnen Wirtschaftsgüter andererseits aufteilt.³¹ Wird als Näherungslösung eine lineare Abschreibung des gesamten Abschreibungspotentials über 15 Jahre angenommen (bzw. unterstellt, dass stille Reserven in einzelnen Wirtschaftsgütern nicht vorhanden sind), ergibt sich der Grenzpreis des Käufers unter Berücksichtigung der Besteuerung bei der Kapitalgesellschaft mit 25% Körperschaftsteuer und beim Gesellschafter nach dem Halbeinkünfteverfahren mit dem persönlichen Steuersatz s_E mit:

³¹ Das Problem besteht darin, dass der diskontierte Wert des Steuervorteils der Mehr-AfA nun von dieser Aufteilung abhängt, jedoch hierüber keine generellen Aussagen getroffen werden können. Im Einzelfall müssen hierfür die Teilwerte der Wirtschaftsgüter ermittelt und hieraus das Volumen und die Abschreibungsdauer der stillen Reserven ermittelt werden. Lediglich für den Geschäfts- oder Firmenwert schreibt § 7 Abs. 1 Satz 3 EStG eine lineare Abschreibung über 15 Jahre vor. Interessanterweise blendet *Siegel* in seinem Beitrag "Der steuerliche Einfluß von stillen Reserven und Firmenwert auf die Unternehmensbewertung und auf die Bemessung von Abfindungen" das Problem der zeitlichen Struktur der stillen Reserven aus

$$GP_K = UW_K + (0,25 + 0,75 \cdot 0,5 \cdot s_E) \cdot \sum_{t=1}^{15} \frac{(GP_K - BW)/15}{(1 + i_s)^t}$$

2.2.3.2.3 Bedingung für einen Einigungsbereich

Unter der Bedingung für das Vorliegen eines Einigungsbereichs ($GP_K \geq GP_V$) sowie ansonsten gleichen Unternehmenswerten UW_K und UW_V gilt:³²

$$UW_K + (0,25 + 0,75 \cdot 0,5 \cdot s_E) \cdot \sum_{t=1}^{15} \frac{(GP_K - BW)/15}{(1 + i_s)^t} \stackrel{!}{\geq} UW_V + s_E \cdot (GP - BW)$$

$$\frac{0,25 + 0,75 \cdot 0,5 \cdot s_E}{s_E} \cdot \sum_{t=1}^{15} \frac{1}{(1 + i_s)^t} \stackrel{!}{\geq} 15$$

Bei einem persönlichen Einkommensteuersatz s_E von 40%³³ ist diese Bedingung nur für einen Zinssatz nach Steuern i_s von 0% erfüllt. In allen anderen Fällen bewirkt die sofortige Besteuerung des Veräußerungsgewinns und die erst über die Folgejahre mögliche Abschreibung, dass der aus Verkäufersicht mindestens zu fordernde Preis stets über dem vom Käufer maximal bezahlbaren Preis liegt. In diesem Fall kann eine Einigung nur darüber hergestellt werden, dass die Parteien bei der Berechnung ihrer Unternehmenswerte UW_V bzw. UW_K unterschiedliche jährliche Überschüsse aus dem Unternehmen erwarten und/oder unterschiedliche Kalkulationszinssätze zugrunde legen. Quantifiziert werden kann dieser Sachverhalt im Einzelfall, indem für einen gegebenen Zinssatz die erforderliche Differenz der zugrunde liegenden Überschüsse - bzw. bei gegebenen Überschüssen die erforderliche Differenz in den Zinssätzen - ermittelt wird. Auf dieser Basis lassen sich Aussagen treffen, um wie viel Prozent die Überschussplanungen (bzw. Zinssätze) des Käufers höher (bzw. geringer) als diejenigen des Verkäufers sein müssen.

bzw. unterstellt, dass solche entweder nicht vorhanden oder in gleicher Weise wirken wie der Firmenwert, vgl. *Siegel* (1994a), S. 1487.

³² Von dem Effekt des Auseinanderfallens von Entstehung der Steuerschuld und der um eine Periode verzögerten Steuerzahlung wird abgesehen. Vgl. auch *Siegel* (1994a), S. 1494f.

³³ Bei einem Steuersatz von 40% führt die direkte Besteuerung (des Gesellschafters der Personengesellschaft) und die Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren (des Gesellschafters der Kapitalgesellschaft) zum selben Ergebnis. Die Besteuerungsunterschiede können damit für die Analyse des Einigungsbereichs bei einem Steuersatz von 40% neutralisiert werden.

2.2.3.3 Übertragung von Kapitalgesellschaften

2.2.3.3.1 Grenzpreis des Veräußerers

Veräußerungsgewinne von Kapitalgesellschaften aus dem Betriebsvermögen einer Kapitalgesellschaft sind gem. § 8b Abs. 2 KStG steuerfrei. Werden diese Gewinne (später) an die Gesellschafter ausgeschüttet, erfolgt die reguläre Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren. Wird demnach auf eine natürliche Person als letztes Glied in der Beteiligungskette abgestellt, sind auch die Gewinne aus der Veräußerung einer Kapitalgesellschaft in voller Höhe - nach dem Halbeinkünfteverfahren - zu besteuern. Folgerichtig ist auch hier der Veräußerungsgewinn in das Grenzpreiskalkül einzubeziehen.

2.2.3.3.2 Grenzpreis des Käufers

Da es sich bei dem Anteil an einer Kapitalgesellschaft um ein nicht abnutzbares Wirtschaftsgut handelt, kann die Differenz aus Kaufpreis und übernommem Betriebsvermögen ohne den Einsatz zusätzlicher Instrumente (Organisations- oder Downstream-Merger-Modell)³⁴ nicht in Abschreibungsvolumen transformiert werden. Damit ist unter sonst gleichen Annahmen der Grenzpreis des Verkäufers um die Veräußerungsgewinnsteuer stets höher als derjenige des Käufers.

Im Ergebnis lässt sich feststellen, dass zur Ermöglichung einer Unternehmensübertragung der Käufer allein aus steuerlichen Gründen einen höheren Unternehmenswert kalkulieren muss als der Verkäufer.

2.3 Unternehmenswertorientierte Kontrolle des Akquisitionserfolgs

Nach erfolgtem Unternehmenskauf ist der Erfolg periodisch zu kontrollieren. In der Literatur zur empirischen Erfolgsmessung von Unternehmensakquisitionen wird eine Vielzahl von Ansätzen zur Akquisitionserfolgsmessung verwendet, die hinsichtlich der Definition der Erfolgsgröße (Wertsteigerung, Gewinn, Aktienrendite, subjektive Einschätzung) sowie der Perspektive des Betrachters (Insider, Externer) differieren.³⁵ Im Rahmen interner Rechnungen durchführbar

³⁴ Vgl. Förster (2001), S. 1247f. und Pluskat (2001), S. 2218f.

³⁵ Vgl. für einen Überblick über die angewandten Methoden Dörr (2000), S. 65-76 und Berens/Mertes/Strauch (2002), S. 64-68.

und vor dem Hintergrund der Zielsetzung des Käufers konsequent ist jedoch allein die Messung des Akquisitionserfolgs über den Unternehmenswert - dieser berechnet auf der Basis diskontierter zukünftiger finanzieller Überschüsse.

Dieses Konzept basiert auf der Überlegung, dass bei einer konsistenten und quantifizierten Unternehmensplanung der Erfolg einer Periode folgerichtig aus der Änderung des Gesamtunternehmenswertes der betreffenden Periode abgeleitet werden kann. Berechnet wird der Periodenerfolg mithin aus der Differenz des Unternehmenswertes am Ende der Periode und dem zur Berücksichtigung des Zeiteffektes um eine Periode aufgezinster Unternehmenswert zu Beginn der Periode. Der Überschuss X_t der Periode selbst ist hinzuzuaddieren. Ergebnis der Berechnung ist der Erfolg im Sinne der Wertsteigerung der betrachteten Periode. Formal ergibt sich der Erfolg der betrachteten Periode damit wie folgt:³⁶

$$\Delta UW_t = UW_t + X_t - UW_{t-1} \cdot (1 + i)$$

Bei diesem Unternehmenswertansatz dient der mehrperiodige Unternehmenswert als Entscheidungshilfe, während bei der Erfolgskapitalerhaltung primär der ökonomische Gewinn als Ausschüttungsgrundlage im Vordergrund steht. Während der ökonomische Gewinn ex ante der Verzinsung des Unternehmenswertes der Vorperiode entspricht, ist der hier definierte Periodenerfolg ex ante gleich Null. Abweichungen ex post ergeben sich immer dann, wenn

- der - realisierte - Überschuss der aktuellen Periode und/oder
- die - geplanten - Überschüsse der zukünftigen Perioden und/oder
- die Alternativverzinsung (Kalkulationszinssatz)

von der ursprünglichen Planung abweichen. Die Unternehmenswertänderung ist damit die konsequenteste Umsetzung einer am Unternehmenswert orientierten Unternehmenspolitik und Akquisitionsplanung und beugt kurzfristigem, einperiodigem Denken vor, wie es die zur Umsetzung des Shareholder-Value-Prinzips entwickelten „wertorientierten“ Kennzahlen (EVA, CFROI, CVA etc.) nahe legen.

³⁶ Zu der Diskussion, inwieweit eine Aufzinsung des Unternehmenswertes der Vorperiode UW_{t-1} gerechtfertigt ist oder hierdurch Scheingewinne ausgewiesen werden, vgl. *Breid* (1994), S. 219f. und *Schmidbauer* (1998), S. 270, insb. FN 122.

Das folgende Beispiel soll die grundsätzliche Funktionsweise des auf Unternehmenswertbasis definierten Periodenerfolgs veranschaulichen (vgl. Abbildung 2). Gegeben sei eine Zeitreihe detailliert geplanter Überschüsse für fünf Perioden sowie eine daran anschließende Phase konstanter, unendlicher Überschüsse. Nun wird für den Beginn jeder Periode der Unternehmenswert qua Diskontierung der zukünftigen Überschüsse mit einem (zunächst noch un-spezifizierten) Kalkulationszinssatz errechnet. Unter Befolgung obiger Berechnungsvorschrift ergibt sich folglich ex ante ein Erfolg von Null, soweit die Plan-Überschüsse den Ist-Überschüsse entsprechen.

Periode	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	Endwert
Plan-Überschuss Ende der Periode	1.000,0	800,0	900,0	1.100,0	1.050,0	1.150,0
Wert Beginn der Periode (i = 0,10)	10.790,3	10.869,3	11.156,3	11.371,9	11.409,1	11.500,0
<hr/>						
Wert Ende der Periode (i = 0,10)	10.869,3	11.156,3	11.371,9	11.409,1	11.500,0	11.500,0
+ Plan-Überschuss der Periode	1.000,0	800,0	900,0	1.100,0	1.050,0	1.150,0
./. Wert Beginn der Periode · (1+i)	./. 11.869,3	./. 11.956,3	./. 12.271,9	./. 12.509,1	./. 12.550,0	./. 12.650,0
= Erfolg der Periode	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Abbildung 2: Plan-Überschuss-Reihe und ex ante Bestimmung des Periodenerfolgs

2.3.1 Bestandteile des Akquisitionserfolgs im Akquisitionsprozess

Die Abweichungsanalyse ist ein Instrument der Kontrolle. Die im Folgenden vorzustellende Rechnung zur Kontrolle des Akquisitionserfolgs ermittelt und analysiert Abweichungen zwischen den ursprünglich geplanten Sollwerten und den korrespondierenden, realisierten Istwerten. Die Ursachen für Abweichungen können kontrollierbar oder nicht kontrollierbar sein. Die kontrollierbaren Ursachen können aufgrund von Planungsfehlern, Ausführungs- und Realisationsfehlern sowie Auswertungsfehlern entstehen (vgl. Abbildung 3). Die Kontrolle besitzt eine Entscheidungsfunktion, sie dient also der Verbesserung eigener Entscheidungen, und eine Verhaltenssteuerungsfunktion, d.h. der Beeinflussung der Entscheidungen anderer Entscheidungsträger im Unternehmen.

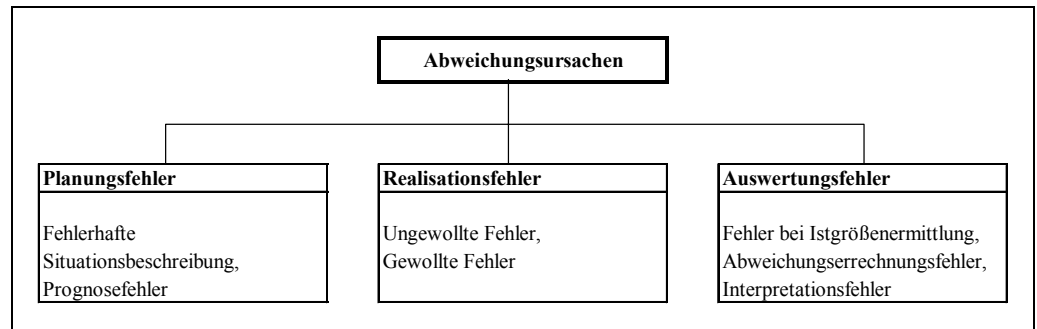


Abbildung 3: Ursachen kontrollierbarer Abweichungen³⁷

Die Vorgehensweise bei Kontrollrechnungen beinhaltet die Aufstellung des Kontrollfeldes (Kontrollobjekt, Kontrollausmaß, Kontrollhäufigkeit), die Bestimmung der Sollgrößen und der Istgrößen, den Vergleich der beiden und die Aufspaltung der Gesamtabweichung in Einzelabweichungen sowie schließlich die Auswertung der Ergebnisse.

Bei der Aufspaltung der Gesamtabweichung besteht das Problem, dass die Einflussgrößen auf das Kontrollobjekt oft nicht additiv zur Gesamtabweichung beitragen - dabei entstehen Abweichungen höherer Ordnung - und dass sie zum Teil voneinander abhängig sind. Eine verursachungsgerechte Aufspaltung ist dann nicht möglich. Sämtliche Methoden können nur nach ihrer Zweckmäßigkeit beurteilt werden. Von den wesentlichen Methoden (differenzierte, alternative, kumulative und symmetrische Methode) erfüllt die differenzierte Methode am ehesten die Zweckmäßigkeitskriterien; in der Praxis wird allerdings die kumulative Methode am häufigsten verwendet.

2.3.2 Horizontale und vertikale Aufspaltung des Akquisitionserfolgs

2.3.2.1 Horizontale Strukturanalyse

Unter der horizontalen Strukturanalyse des Unternehmenswertes soll hier die Zerlegung des Unternehmenswertes in die Wertbeiträge der einzelnen Planungsjahre und deren anschließende Strukturierung im Hinblick auf die zeitliche Verteilung des Unternehmenswertes verstanden werden. Formal liegt dieser Analyse mithin folgende Betrachtung zugrunde:

³⁷ Quelle: Ewert/Wagenhofer (2000), S. 343.

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+i_t)^t} = \frac{X_1}{(1+i_1)} + \frac{X_2}{(1+i_1)^2} + \dots + \frac{X_n}{(1+i_1)^n}.$$

Dieses Vorgehen schafft die Basis für das Verständnis der Funktionsweise der Erfolgsorientierung. Werden jährliche Überschüsse, welche eine konstante Höhe aufweisen oder mit einer festen Rate wachsen bzw. schrumpfen, unterstellt, können die Beiträge der einzelnen Jahre zum Gesamtwert graphisch wie in Abbildung 4 dargestellt werden.

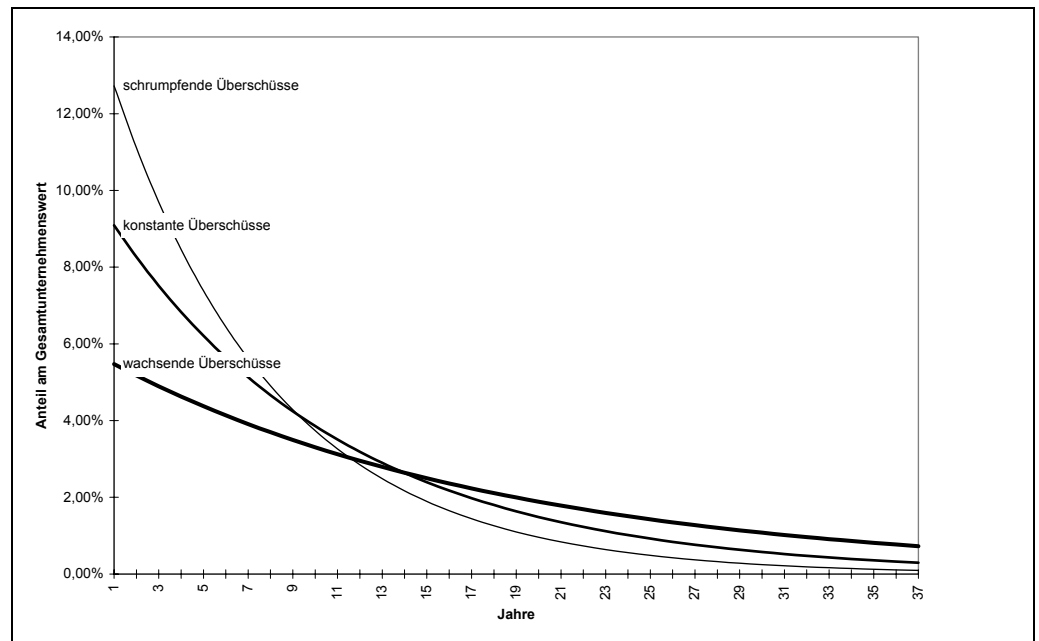


Abbildung 4: Anteile der einzelnen Planungsjahre am Gesamtunternehmenswert (Kalkulationszins = 10%, Wachstums- bzw. Schrumpfrate = 4%)

Bei einem Kalkulationszinssatz in Höhe von 10% erklären die ersten fünf Planungsjahre im Falle wachsender (konstanter respektive schrumpfender) Überschüsse zu 24,6% (37,9% respektive 49,4%) den Gesamtwert des Unternehmens. Abbildung 5 zeigt, wie hoch der kumulierte Anteil der jeweils ersten n Jahre am Gesamtwert ist.

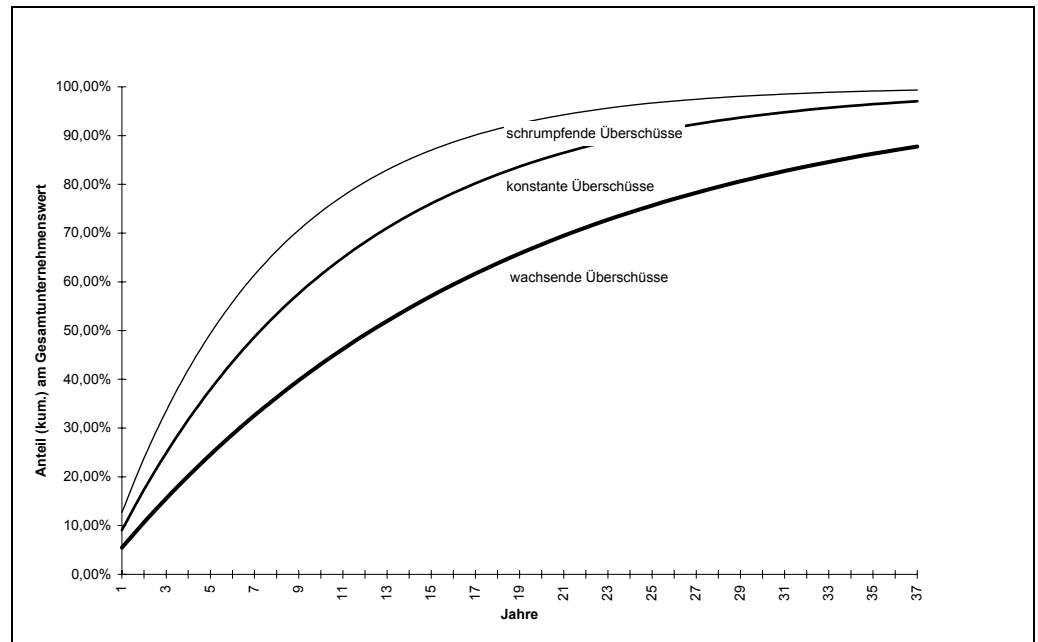


Abbildung 5: Anteile (kum.) der Planungsjahre am Gesamtunternehmenswert (Kalkulationssatz = 10%, Wachstums- bzw. Schrumpfrate = 4%)

Die horizontale Strukturanalyse soll den Blick auf die Quellen des Unternehmenswertes in zeitlicher Richtung lenken und damit dem Entscheider aufzeigen, wie und wo Erfolgsbeiträge zu generieren sind sowie, welche Erfordernisse an die sorgfältige Planung der Zukunft zu richten sind. Verbunden mit einem Anreizsystem, das den Entscheider im Zeitpunkt des Aufspürens wertsteigernder Maßnahmen honoriert, bedeutet dies Folgendes: In die Planung gegenüber dem bisherigen Planansatz eingestellte höhere Werte der fernen Zukunft wirken aufgrund der Diskontierung einerseits unattraktiver als höhere Ansätze in der näheren Zukunft. Andererseits wirkt der Effekt anreizfördernd, dass frühzeitig in die Planung eingestellte werterhöhende Maßnahmen dem Entscheidungsträger auch früher in Form persönlicher Vergütung zur Verfügung stehen. Insoweit sollte das System durch den engen Bezug des Erfolgsausweises zum Entscheidungszeitpunkt anreizkompatibel sein.

2.3.2.2 Vertikale Strukturanalyse

Die vertikale Strukturanalyse verfolgt das Ziel, die Zusammensetzung des Unternehmenswertes im Hinblick auf die einzelnen Komponenten der Überschüsse offen zu legen und damit die Basis für die Zuteilung einzelner Unternehmenswertkomponenten zu den einzelnen Verantwortungsträgern zu schaffen.

Formal stellt sich die vertikale Analyse bei einer Zusammensetzung des Überschusses $X_t = X_{t1} + X_{t2} + \dots X_{tm}$ wie folgt dar:

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+i_t)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{X_1}{(1+i_t)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{X_2}{(1+i_t)^t} + \dots + \sum_{t=1}^n \frac{X_m}{(1+i_t)^t}.$$

Auf höchster Ebene ist der Unternehmensüberschuss in die strategischen Geschäftseinheiten zu zerlegen. Hiervon ausgehend sind weitere separierbare Geschäftseinheiten zu identifizieren, denen Ergebnisverantwortung zugewiesen werden kann (profit center). Auf diese Weise entsteht ein Profil wertschaffender und wertvernichtender Einheiten des Gesamtunternehmens. Der Überschuss einer Einheit kann anschließend in einzelne Komponenten weiter aufgespalten werden, sofern diese unabhängig voneinander sind.³⁸ Zugleich wird im Rahmen dieser Betrachtung offenbar, dass einperiodige Messungen im Rahmen der Unternehmenswertrechnung nur einen kleinen Ausschnitt aus einer zukunftsorientierten, mehr(unendlich-)periodigen Betrachtung bilden.³⁹

2.3.3 Perioden-Wertbeitrag und Gesamtabweichung

Der Erfolg einer abgeschlossenen Rechnungsperiode beruht zum einen auf der Differenz zwischen dem geplanten und ex post realisierten Überschuss der aktuellen Periode sowie zum anderen der Revision der ursprünglichen Planwerte für zukünftige Perioden aufgrund in der aktuellen Periode hinzugewonnener Plan- und Prognoseinformationen. Das Gesamtergebnis setzt sich damit aus einem Plan-Ist- und einem Plan-Plan-Vergleich zusammen. Der Periodenerfolg repräsentiert damit nicht allein die in der betrachteten Periode erwirtschafteten und zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden liquiden Mittel, sondern zusätzlich korrigierte Planwerte für zukünftige Perioden, die in die Planungsrechnung eingestellt werden (vgl. Abbildung 6). Einen von Null verschiedenen „Zukunftserfolg“ i.e.S. kann es in diesem System nicht geben, da geplante zukünftige Überschüsse - sowie Veränderungen derselben in späteren Perioden aufgrund besseren Wissens - in den aktuellen Periodenerfolg einfließen.⁴⁰

³⁸ Vgl. die Aufspaltung der Wertabweichung bei *Günther* (1997), S. 301-309, der den Überschuss in die Wertgeneratoren nach *Rappaport* zerlegt.

³⁹ Vgl. *Günther* (1997), S. 295.

⁴⁰ Anders *Günther* (1997), S. 298.

	Betrachtungszeitraum					
Jahr	1	2	3	4	5	Endwert
Plan-Wertbeitrag	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Rollierender "Ist"-Wertbeitrag	Ist	Ist	korrigierter Plan	korrigierter Plan	korrigierter Plan	korrigierter Plan

Abbildung 6: Konzeption der rollierenden Planung zur unternehmenswertorientierten Abweichungsanalyse⁴¹

Nun wird die in Abbildung 2 eingeführte Plan-Überschussreihe wieder aufgegriffen und anhand dieser die Funktionsweise der Abweichungsrechnung und -analyse aufgezeigt. Angenommen, in Periode 1 wurde der Überschuss plangemäß erreicht und Änderungen in Bezug auf die Perioden 2 bis ∞ haben sich nicht ergeben. Betrachtet wird das Ende der Periode 2: In Periode 2 weicht einerseits der aktuelle von dem für diese Periode geplanten Überschuss ab und andererseits wurden Planwerte für die zukünftigen Perioden angepasst. Zu berechnen ist zunächst der Unternehmenswert am Ende der Periode 2 auf der Grundlage der korrigierten Plan-Überschussreihe. Diesem wird der Ist-Überschuss der Periode 2 hinzugerechnet und der aufgezinste Unternehmenswert zu Beginn der Periode subtrahiert. Es ergibt sich eine Gesamtabweichung und damit ein Erfolg (Gewinn) der Periode in Höhe von 201,4 GE (vgl. Abbildung 7).

Periode	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	Endwert
Plan-Überschuss der Periode	1.000,0	800,0	900,0	1.100,0	1.050,0	1.150,0
Ist-Überschuss der Periode	1.000,0	750,0				
Korrigierter Plan-Überschuss der Periode			850,0	1.050,0	1.000,0	1.200,0
Wert Beginn der Periode (i = 0,10)	10.790,3	10.869,3	11.407,6	11.698,3	11.818,2	12.000,0
Wert Ende der Periode (i = 0,10)	10.869,3	11.407,6	11.698,3	11.818,2	12.000,0	12.000,0
+ Plan-Überschuss der Periode	1.000,0	750,0	850,0	1.050,0	1.000,0	1.200,0
J. Wert Beginn der Periode · (1+i)	J. 11.869,3	J. 11.956,2	J. 12.548,3	J. 12.868,2	J. 13.000,0	J. 13.200,0
= Erfolg der Periode	0,0	201,4	0,0	0,0	0,0	0,0

Abbildung 7: Plan-Überschussreihe und ex post Bestimmung des Periodenerfolgs

⁴¹ Quelle: Günther (1997), S. 298.

Analytisch wird der Periodenerfolg entweder über eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswertes oder über eine Differenzenrechnung ermittelt:

$$\Delta UW_t = \sum_{t+1}^n \frac{X_t^{\text{kor.}}}{(1+i_t)^t} + X_t - \sum_t^n \frac{X_t}{(1+i_t)^t} \cdot (1+i_t) = \sum_{t+1}^n \frac{X_t^{\text{kor.}} - X_t}{(1+i_t)^t} + (X_t^{\text{kor.}} - X_t).$$

Dieser Gewinn ist noch zu undifferenziert, um die Leistung in Periode 2 zu beurteilen. Einen ersten Einblick in die horizontale Struktur liefert die Zerlegung auf die einzelnen Perioden (vgl. Abbildung 8).

Zusammensetzung der Gesamtabweichung	
Periode 2	-50,0
Periode 3	-45,5
Periode 4	-41,3
Periode 5	-37,6
Endwert	375,7
Gesamt	201,4

Abbildung 8: Periodische Zerlegung des Erfolges der Periode 2

Demnach ergeben sich negative Erfolgsbeiträge aufgrund des unter dem Planwert liegenden Ist-Überschusses der Periode 2 sowie der unter den ursprünglichen Planwerten liegenden neuen Plan-Überschüssen der Perioden 2 bis 5. Die Steigerung des Unternehmenswertes und damit der Gewinn der Periode ist allein auf den erhöhten Plan-Überschuss der Perioden 6ff. (Endwert) zurückzuführen. Die vertikale Aufschlüsselung orientiert sich an folgenden Effekten:

- Zinsänderungseffekt (*Basiszinseffekt*): Veränderung des Unternehmenswertes aufgrund einer Änderung des Basiszinssatzes (bei gleichem Betafaktor).
- Informationseffekt (*Prognoseeffekt*): Veränderung des Unternehmenswertes aufgrund geänderter Prognose über die Ergebnisse des bislang geplanten Geschäftes.
- Aktionseffekt (*Planungseffekt*): Veränderung des Unternehmenswertes aufgrund in der Periode geplanten neuen Geschäftes.
- Risikoeffekt (*Betafaktoreffekt*): Veränderung des Unternehmenswertes aufgrund einer Änderung des Betafaktors (bei gleichem Basiszinssatz).

2.4 Ergebnis

Gezeigt wurde, dass ein durchgängiges und konsequent am Unternehmenswert orientiertes Akquisitionscontrolling den Akquisitionserfolg als Differenz zwischen Unternehmenswert im Erwerbszeitpunkt und Kaufpreis definiert. Voraussetzung für einen Einigungsbereich zwischen dem Verkäufer und Käufer ist, dass unterschiedliche Vorstellungen hinsichtlich der zukünftigen Überschüsse zwischen den Parteien existieren oder das individuelle Entscheidungsfeld dem Käufer einen höheren Unternehmenswert ermöglicht als dem Verkäufer. In der Postakquisitionsphase ist dieser Unternehmenswert periodisch zu kontrollieren. Dies erfolgt über eine Analyse und Aufspaltung der Abweichungen zwischen ex ante geplantem und ex post realisierten Unternehmenswert.

Bislang ausgeblendet wurde der Aspekt unterschiedlicher Informationsstände von Verkäufer und Käufer im Hinblick auf das zu akquirierende Unternehmen. Welche Entwicklung diese Informationsstände im zeitlichen Ablauf des Akquisitionsprozesses nehmen und zu welchem Zeitpunkt eine Due Diligence zum Abbau von Informationsasymmetrien beitragen kann, ist Gegenstand des folgenden Kapitels.

3 Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess

3.1 Engpässe im Akquisitionsprozess

Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, wie Unternehmensbewertung und die Due Diligence im Akquisitionsprozess angesiedelt sind. Diese prozessuale Perspektive beeinflusst im weiteren Verlauf der Untersuchung das Verhältnis von Unternehmensbewertung und Due Diligence in funktionaler Hinsicht.

Bei der Entscheidung über den Erwerb eines Unternehmens handelt es sich um eine Investitionsentscheidung. Demnach lassen sich die erforderlichen Prozessschritte der Entscheidungsfindung zunächst aus allgemeinen Modellen zur Strukturierung von Planungs- und Entscheidungsprozessen gewinnen.⁴² Diese sehen in gutstrukturierten Entscheidungssituationen ein schrittweises Durchlaufen der idealtypischen Phasen Zielbildung, Problemanalyse, Alternativensuche, Bewertung, Entscheidung, Realisierung und Kontrolle vor. Akquisitionen in der Unternehmenspraxis vollziehen sich jedoch nicht in gutstrukturierten Entscheidungssituationen. Besonderheiten gegenüber Investitionsentscheidungen des laufenden Geschäfts resultieren insbesondere aus dem Investitionsobjekt (Gesamtheit von Sachen, Rechten und Verträgen) und dem Informationsstand der beteiligten Parteien (Unsicherheit über die zukünftige Unternehmensentwicklung allgemein und asymmetrisch verteilte Information unter den Parteien).

Wünschenswert wäre, sämtliche für die Entscheidungsfindung notwendigen Informationen zu beschaffen und diese sodann in das Entscheidungsmodell (Unternehmensbewertung) einfließen zu lassen. Eine Betrachtung realer Akquisitionsprozesse verdeutlicht jedoch die Engpässe, denen der Käufer konfrontiert ist. Diese Engpässe sollen hier skizziert und systematisiert werden.

3.1.1 Informatorische Engpässe

Der informatorische Engpass erster Variante resultiert allgemein aus dem Umstand, dass hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens Unsicherheit in Form von Ungewissheit über das Eintreten denkbarer zukünftiger Zustände sowie in Form von Informationsrisiken herrscht. Dieses Dilemma trifft selbst den bestinformierten Insider. Im Allgemeinen wird darunter das im

⁴² Vgl. *Berens/Delfmann* (2002), S. 28-48; *Adam u.a.* (1998), S. 3-9; *Adam* (1993), S. 15-25.

zu bewertenden Unternehmen handelnde Management verstanden. Im Rahmen der Unternehmensbewertung wird diese Unsicherheit insbesondere deshalb zum Problem, da in Ermangelung entgegenstehender Annahmen regelmäßig von einem Planungszeitraum $t \rightarrow \infty$ auszugehen ist.⁴³ Zur Handhabung dieses Problems haben sich Phasenkonzepte durchgesetzt, die den Betrachtungszeitraum in eine detailliert zu planende Phase mit periodenspezifischen Zahlungsüberschüssen und eine bzw. zwei anschließende Phasen einteilen, für die uniform wachsende bzw. konstante Überschüsse (ewige Rente) angenommen werden.

Der informatorische Engpass zweiter Variante adressiert die ungleiche Verteilung von Informationen zwischen dem Verkäufer und dem Käufer über das Unternehmen (Informationsasymmetrie). Diese Informationsasymmetrie bezieht sich auf Informationen, die der Käufer für die Berechnung seines subjektiven Grenzpreises und für die Abgabe eines Kaufpreisangebotes benötigt und die nicht ohne Mitwirkung des Verkäufers zu erlangen sind. Hieraus kann abgeleitet werden, dass sich die Informationsasymmetrie stets nur auf einen Teil wertrelevanter Informationen beziehen kann, da für das Zustandekommen einer Einigung - wie in Kapitel 2 gezeigt wurde - das Unternehmen aus Käufersicht einen höheren Wert aufweisen muss als aus Verkäufersicht und mithin der Käufer auch eigene Vorstellungen hinsichtlich der Unternehmensplanung und zukünftigen Unternehmensstrategie zu entwickeln hat, die nicht unmittelbar vom Unternehmen selbst zu erlangen sind. Soweit jedoch hierzu Informationen benötigt werden, die im Einflussbereich des Unternehmens liegen, können diese unter die Informationsasymmetrie subsumiert werden.

Zur Lösung vorvertraglicher Informationsasymmetrien werden im Rahmen der Informationsökonomie das Signalling, Screening und die Self-Selection diskutiert. Während beim Signalling die besser informierte Partei (annahmegemäß der Verkäufer) die Initiative zum Informationstransfer ergreift, bemüht sich beim Screening der Käufer um die benötigten wertrelevanten Informationen.⁴⁴ Bei der Self-Selection wird dem Verkäufer seitens des Käufers eine Vertrags-

⁴³ Vgl. *Henselmann* (2000), S. 151-157 sowie die Ausführungen in Abschnitt 2.3.2.1 zum Anteil fernerer Planungsjahre am Unternehmenswert.

⁴⁴ Vgl. *Strasser* (2000), S. 22f.; *Löffler* (2002), S. 37-40 und *Vincenti* (2002), S. 58f.

gestaltung unterbreitet, die auf die Qualitätseigenschaften des Unternehmens schließen lässt.⁴⁵

Die Abbau von Informationsasymmetrien im Verlauf des Akquisitionsprozesses wirkt auf den Grenzpreis des Käufers und auf sein Kaufpreisangebot. Welche Anstrengungen die beteiligten Parteien im Wege des Signalling und des Screening unternehmen und in welchem Umfang hierdurch Informationsasymmetrien abgebaut werden, wird durch ökonomische, verhandlungstaktische und rechtliche Überlegungen geprägt.

Soweit unternehmensspezifische Informationen geeignet sind, sowohl den Grenzpreis des Käufers als auch die Vorstellung des Käufers über den Grenzpreis des Verkäufers zu erhöhen, wird der Verkäufer diese vollständig offenbaren. In einem solchen Fall profitiert der Verkäufer sowohl von einem erhöhten maximalen Kaufpreis des Käufers als auch von einem erhöhten Argumentationswert des Käufers, der von dem seitens des Käufers vermuteten Grenzpreis des Verkäufers abhängt.⁴⁶ Die Interessen von Verkäufer und Käufer wirken in diesem Fall in dieselbe Richtung. Ein analoges Ergebnis lässt sich bei für den Käufer ungünstigen, verifizierbaren Informationen ableiten, von denen der Käufer weiß, dass der Verkäufer über sie verfügt. Auch diese Informationen wird der Verkäufer vollständig und wahrheitsgemäß aufdecken, da dieser ansonsten zu befürchten hat, dass der Käufer nicht zur Verfügung gestellte Informationen angebotsmindernd in sein Grenzpreiskalkül einfließen lassen wird.⁴⁷

Im Rahmen bisheriger Ansätze zur Modellierung nicht berücksichtigt sind Informationen, die zwar - in einer für den Verkäufer günstigen Weise - erhöhend oder zumindest neutral auf den Grenzpreis des Käufers wirken, jedoch den Grenzpreis des Verkäufers aus der Sicht des Käufers in negativer Weise beeinflussen. Diese Informationen können sich auf Sachverhalte beziehen, die bei Fortführung des Unternehmens gemäß der bisherigen Strategie wertrelevant sind, jedoch unter Berücksichtigung der angestrebten Integration des Unter-

⁴⁵ Vgl. *Strasser* (2000), S. 23f.

⁴⁶ Vgl. *Vincenti* (2002), S. 61-63 sowie allgemein zur Argumentationsfunktion im Rahmen von Verhandlungsprozessen bei Unternehmensakquisitionen *Gorny* (2002), S. 93-154.

⁴⁷ Vgl. *Strasser* (2000), S. 94-98.

nehmens beim Käufer nicht von Interesse sind (bspw. Investitionsbedarf im Bereich der Informationstechnologie, der bei Einbindung in das Käuferunternehmen nicht oder in anderer Weise gegeben ist). In einer solchen Situation liegt offenbar eine Konfliktsituation vor, da die Informationen dazu geeignet sind, das Kaufpreisangebot den Käufers zu vermindern.

In den Ausführungen zur Charakterisierung der gewährleistungsrechtlichen Relevanz von Aufklärungspflichten des Verkäufers und Untersuchungspflichten des Käufers (vgl. Abschnitt 3.2.5) werden die bislang modelltheoretisch abgeleiteten Aussagen zum Informationstransfer zwischen den beteiligten Parteien um realitätsgerechte Annahmen ergänzt und erweitert. Hierbei wird gezeigt, dass die Art und die Menge der ausgetauschten Informationen keine von den beteiligten Parteien vollständig frei variierbare Variable darstellt.

3.1.2 Zeitliche Engpässe

Der zeitliche Engpass erster Variante bezieht sich auf die insgesamt für eine Unternehmensakquisition zur Verfügung stehende Zeit, die im Hinblick auf die Komplexität der Entscheidungssituation regelmäßig knapp ist. Dies folgt aus dem Umstand, dass im zeitlichen Umfeld des Unternehmensübergangs Unsicherheiten über den potentiellen neuen Eigentümer und die damit zusammenhängenden Irritationen hinsichtlich der zukünftigen Unternehmensfortführung möglichst gering zu halten sind.

Der zeitliche Engpass zweiter Variante reflektiert darüber hinaus den Verlauf des Zugangs bewertungsrelevanter Informationen auf der Zeitachse, der als nicht zeitstetig und progressiv steigend angenommen werden kann. Hiermit soll verdeutlicht werden, dass der Informationsfluss zwischen Verkäufer und Käufer im Zeitablauf und erst nach bestimmten Vereinbarungen unterschiedlicher Bindungswirkung zunimmt. Die Durchführung einer Due Diligence steht hierbei für den weitestgehenden Zugang zu Informationen über das Zielunternehmen vor der tatsächlichen Übernahme. Unter Beachtung welcher rechtlichen Restriktionen die Durchführung einer Due Diligence möglich ist, ist Gegenstand der folgenden Ausführungen.

3.2 Wirtschaftsrechtlicher Einfluss auf den Akquisitionsprozess

3.2.1 Akquisitionsprozess unter Beachtung wirtschaftsrechtlicher Restriktionen

Rechtliche Bestimmungen beeinflussen sowohl Art und Umfang der auszutauschenden Informationen unter den beteiligten Parteien im Akquisitionsprozess als auch dessen zeitlichen Verlauf. Die im Folgenden zu diskutierenden Sachverhalte bestimmen den rechtlichen Rahmen vor, während und nach der Durchführung einer Due Diligence. Ziel soll es sein, die Möglichkeiten und Grenzen sowie die Bedeutung einer Due Diligence aus gesellschafts-, kapitalmarkt-, datenschutz- und gewährleistungsrechtlicher Perspektive aufzuzeigen und damit Anhaltspunkte für eine Konkretisierung des Gegenstands und Inhalts der Due Diligence zu gewinnen.

3.2.2 Due Diligence und Gesellschaftsrecht

3.2.2.1 Die Pflichten der Geschäftsleitung der Käufergesellschaft

Zunächst werden die Pflichten der Geschäftsleitung im deutschen Gesellschaftsrecht aufgezeigt, um die Frage zu beantworten, ob die Geschäftsleitung des Käuferunternehmens nach gesetzlichen Vorschriften sowie im Rahmen einer ordnungsmäßigen Unternehmensführung zur Durchführung einer Due Diligence beim Unternehmenskauf verpflichtet ist und welche haftungsrechtlichen Konsequenzen hieraus ggf. abzuleiten sind. Hiervon unberührt und weiter unten zu diskutieren ist die kaufrechtliche Problematik, ob der Erwerber zur Aufrechterhaltung seiner Gewährleistungsansprüche eine Due Diligence durchzuführen hat.

3.2.2.1.1 Vorstand der Aktiengesellschaft

Für die Vorstandsmitglieder einer deutschen Aktiengesellschaft gilt nach § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG⁴⁸, dass diese „bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden“ und bei Ent-

⁴⁸ Für die Aufsichtsratsmitglieder gilt diese Sorgfaltspflicht über § 116 AktG entsprechend.

scheidungen Maßnahmen zur Risikoprävention zu treffen haben,⁴⁹ wobei der Umfang der anzuwendenden Sorgfalt durch die Größe und Art des Unternehmens im Einzelfall zu bestimmen ist.⁵⁰ Zusätzlich ist die Pflicht des Vorstands nach § 91 Abs. 2 AktG zur Einrichtung eines Überwachungssystems zu beachten, der die allgemeine Vorstandspflicht konkretisiert.

Unternehmerische Ermessensspielräume sind der Geschäftsleitung bei ihren Entscheidungen zugestanden, gleichwohl bewegen sich diese bei einem Unternehmenskauf allein in der Art und dem Umfang einer durchzuführenden Due Diligence. Insofern wird die Verpflichtung der Geschäftsleitung zur Durchführung einer Due Diligence im Rahmen der ordnungsmäßigen Organisation eines Unternehmenskaufs nach herrschender Meinung statuiert.⁵¹

Die Due Diligence stellt somit eine spezielle Ausformung der allgemeinen Sorgfaltspflicht zur sachgerechten Entscheidungsvorbereitung beim Unternehmenskauf dar. Eine unterlassene Due Diligence kann haftungsrechtliche Konsequenzen im Innenverhältnis nach § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG zeitigen.⁵² Die Pflicht zur Due Diligence gilt indessen nicht absolut. Geringfügige Einschränkungen des Inhalts ergeben sich bspw. aus datenschutzrechtlichen Vorschriften sowie dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht der Beschäftigten.⁵³ Gänzlich entfallen können soll die Pflicht zur Due Diligence nach *Werner*, wenn die Due Diligence seitens des Managements des Zielunternehmens verweigert wird oder aufgrund von zeitlichen Restriktionen nur in eingeschränktem Umfang möglich ist.⁵⁴ Anderer Auffassung diesbezüglich ist *Kieth*, der eine ordnungsmäßige Wahrnehmung der Organfunktion des Vorstands bei Verweige-

⁴⁹ In diesem Kontext wird die Sinnhaftigkeit der Bedeutung des Begriffes Due Diligence (= engl. „sorgsame Erfüllung, im Verkehr erforderliche Sorgfalt“) auch für das deutsche Recht offenkundig.

⁵⁰ Vgl. *Schilling* (1973), Anm. 9 zu § 93 AktG.

⁵¹ Vgl. *Kieth* (1999), S. 982; *Krämer/Baudisch* (1998), S. 1171 und *Werner* (2000), S. 990f.

⁵² Vgl. *Kieth* (1999), S. 976.

⁵³ Siehe hierzu auch Abschnitt 3.2.4 (Due Diligence und Datenschutzrecht).

⁵⁴ Vgl. *Werner* (2000), S. 994. An anderer Stelle wird jedoch betont, dass sich dies nur auf Umstände beziehen dürfe, die im Hinblick auf die Akquisitionsziele von minderer Bedeutung sind, vgl. *Werner* (2000), S. 996.

rung der Due Diligence durch die Zielgesellschaft allein darin sieht, vom Erwerb abzusehen.⁵⁵

Von Interesse für die Praxis des Vorstandshandelns und die Rechtsprechung dürfte in Zukunft sein, welche Anstrengungen im konkreten Fall zu unternehmen sind, um dem Erfordernis einer „informierten Entscheidung“⁵⁶ im Sinne der sorgfältigen Erarbeitung der Tatsachengrundlage unter Abwägung der möglichen Alternativen genüge zu tun. Einen Anhaltspunkt könnten die in der Literatur veröffentlichten Arbeitskataloge (Due Diligence Checklisten) bieten, sofern diese vertypptes Erfahrungswissen repräsentieren.⁵⁷ Jedoch indizieren diese Arbeitskataloge im Falle der Nichtbeachtung keinen Sorgfaltsverstoß, da diesen - zumindest zum gegenwärtigen Zeitpunkt - ein bspw. den DIN-Normen vergleichbarer Grad allgemeiner Anerkennung fehlt.⁵⁸ Inwieweit eine solche Anerkennung notwendig oder wünschenswert ist, wird Gegenstand der Ausführungen in Kapitel 5 zur Risikoidentifikation im Rahmen der Due Diligence sein.

Eine weitere Orientierung kann anhand der „business judgment rule“ vorgenommen werden, welche dem Vorstand ein am Unternehmenswohl ausgerichtetes, auf sorgfältiger Entscheidungsvorbereitung beruhendes Handeln auferlegt.⁵⁹

Die Beweislast, der Sorgfaltspflicht, deren Verletzung bereits bei leicht fahrlässigem Handeln angenommen wird, nachgekommen zu sein, liegt beim Vorstand (§ 93 Abs. 2 Satz 2 AktG).⁶⁰ Der Vorstand hat bei einem der Gesellschaft entstandenen Schaden die Umstände darzulegen und zu beweisen, dass er die erforderliche Sorgfalt angewandt hat. Dabei stellt die falsche Beurteilung der Folgen einer Entscheidung allein noch keine Fahrlässigkeit dar, sofern die Beurteilung selbst nicht auf Außerachtlassung der erforderlichen Sorgfalt beruh-

⁵⁵ Vgl. *Kieth* (1999), S. 983.

⁵⁶ *Kieth* (1999), S. 982.

⁵⁷ Vgl. *Werner* (2000), S. 995 und *Kieth* (1999), S. 978.

⁵⁸ Vgl. *Werner* (2000), S. 995.

⁵⁹ Vgl. *Fleischer/Körber* (2002), S. 237.

⁶⁰ Vgl. *Schilling* (1973), Anm. 14 und 17 zu § 93 AktG.

te.⁶¹ Hierfür sind die Entscheidungsalternativen, Überlegungen und Erkenntnismöglichkeiten zum Zeitpunkt der Entscheidung relevant.⁶² Bei einer Ressortaufteilung innerhalb des Vorstands herrscht ein abgestuftes Verantwortungssystem. Demnach liegt die Pflicht zur ordnungsmäßigen Geschäftsführung beim ressortleitenden Vorstand, den übrigen Mitgliedern des Vorstands obliegt eine Überwachungspflicht.⁶³ Bei einem Beteiligungserwerb von für die Gesellschaft geringerer Bedeutung - *Werner* nennt bspw. eine Grenze von deutlich unter 10% des Jahresumsatzes im Konzern - soll eine Delegation von Aufgaben im Zusammenhang mit der Due Diligence an Mitarbeiter unterhalb der Geschäftsführungsebene möglich sein, sofern der sparten- oder ressortzuständige Vorstand seiner Leitungs- und Überwachungsverantwortung nachkommt.⁶⁴

3.2.2.1.2 Geschäftsführer der GmbH

Für die GmbH gilt hinsichtlich der Pflichten der Geschäftsführer § 43 Abs. 1 GmbHG, wonach der Geschäftsführer „in den Angelegenheiten der Gesellschaft die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes anzuwenden“ hat. Die Vorschrift entspricht inhaltlich § 93 AktG für den Vorstand der Aktiengesellschaft.⁶⁵ Entsprechend kann über § 43 Abs. 1 GmbHG auch für den Geschäftsführer der GmbH die Verpflichtung zur Due Diligence abgeleitet werden. Auch bei der GmbH liegt die Beweislast, die gebotene Sorgfalt angewandt zu haben, beim Geschäftsführer.⁶⁶ Risikobehaftete Geschäfte stellen nicht per se einen Pflichtverstoß dar. Risiko und möglicher Gewinn müssen vielmehr in einer vernünftigen Relation stehen.⁶⁷ Von dem Geschäftsführer wird verlangt, dass die Entscheidungen den Umständen und ihrer Bedeutung entsprechend vorbereitet werden, sie innerhalb der Grenzen der gesicherten Erkenntnisse und bewährten Erfahrung unternehmerischen Verhaltens getroffen werden und eine

⁶¹ Vgl. *Schilling* (1973), Anm. 17 zu § 93 AktG.

⁶² Vgl. *Hefermehl* (1973), Rz. 13 zu § 93 AktG.

⁶³ Vgl. *Kieth* (1999), S. 983 und *Werner* (2000), S. 995f.

⁶⁴ Vgl. *Werner* (2000), S. 995.

⁶⁵ Vgl. *Meyer-Landrut* (1987), Rz. 1 zu § 43 GmbHG und *Schneider* (1993), Rz. 1 zu § 43 GmbHG.

⁶⁶ Vgl. *Koppensteiner* (2002), Rz. 36 zu § 43 GmbHG und *Meyer-Landrut* (1987), Rz. 15 zu § 43 GmbHG.

⁶⁷ Vgl. *Fichtelmann* (1998), Rz. 17 zu § 43 GmbHG.

angemessene Kontrolle im Rahmen der Entscheidungsumsetzung ausgeübt wird.⁶⁸

Hinsichtlich der Kontrollpflicht ist der Geschäftsführer nicht allein zur nachträglichen Kontrolle verpflichtet, sondern es obliegt ihm, jede Entscheidung, „soweit sie noch nicht in vollem Umfang verwirklicht ist, daraufhin zu überprüfen, ob sich die Voraussetzungen und das Umfeld verändert haben (Frühkontrolle)“⁶⁹. Darüber hinaus ist bei schwierigen Fragen der Vertragsgestaltung juristischer Rat einzuholen.⁷⁰ Wird dies unterlassen und entsteht aufgrund der vertraglich übernommenen hohen Risiken ein Schaden, so haftet der Geschäftsführer gegenüber der Gesellschaft nach § 43 Abs. 2 GmbHG.⁷¹ Sind mehrere Geschäftsführer für einen Schaden verantwortlich, haften diese als Gesamtschuldner. Ist eine Ressortaufteilung innerhalb der Geschäftsführung vereinbart, ist derjenige Geschäftsführer allein verantwortlich, in dessen Ressort der Schaden entstanden ist.⁷² Den nicht direkt betroffenen Geschäftsführern obliegt eine Überwachungs- und Organisationspflicht.⁷³

3.2.2.1.3 Pflichtverletzung und Schaden

Die Verpflichtung der Geschäftsleitung der Käufergesellschaft zur Durchführung einer Due Diligence bei einem Unternehmenskauf ist - als Konkretisierung und spezielle Ausformung der allgemeinen Sorgfaltspflicht - unstrittig. Offen bleiben für die inhaltliche Konzeptionierung und Konkretisierung der Due Diligence zwei wesentliche, miteinander verbundene Fragen: Zunächst ist der der Käufergesellschaft entstehende Schaden im Sinne der §§ 93 Abs. 2 Satz 1 AktG, 43 Abs. 2 GmbHG genauer zu spezifizieren. Nach der von der Rechtsprechung angewendeten Differenzhypothese ist der Schaden durch einen Vergleich der nach Eintritt des haftungsbegründenden Ereignisses eingetrete-

⁶⁸ Vgl. *Schneider* (1993), Rz. 70 zu § 43 GmbHG und *Koppensteiner* (2002), Rz. 16 zu § 43 GmbHG.

⁶⁹ *Schneider* (1993), Rz. 74 zu § 43 GmbHG.

⁷⁰ Vgl. *Koppensteiner* (2002), Rz. 10 zu § 43 GmbHG und *Fichtelmann* (1998), Rz. 15 zu § 43 GmbHG.

⁷¹ Vgl. *Schneider* (1993), Rz. 93 zu § 43 GmbHG.

⁷² Vgl. *Fichtelmann* (1998), Rz. 32 zu § 43 GmbHG.

⁷³ Vgl. *Koppensteiner* (2002), Rz. 11 zu § 43 GmbHG und *Zöllner* (2000), Rz. 23 zu § 43 GmbHG.

nen Vermögenslage mit derjenigen vor dem betreffenden Ereignis zu bestimmen.⁷⁴ Nach anderer Ansicht stellt „jede dem Unternehmenszweck widersprechende Beeinträchtigung des Vermögens, der Tätigkeit oder der Organisation der Gesellschaft und des von ihr betriebenen Unternehmens, die in Geld messbar ist“⁷⁵, einen Schaden dar.

Aus der Schadensdefinition leitet sich - ex ante zur Vermeidung eines Schadens - die Konkretisierung der erforderlichen Handlungen der Geschäftsleitung im Rahmen der Due Diligence sowie - ex post bei entstandenem Schaden - die Feststellung der möglichen Pflichtverletzung der Geschäftsleitung bei der Schadensentstehung ab. Die Pflichten der Geschäftsleitung werden durch Verhaltensnormen bestimmt, die in ihrer Grundform darin bestehen, den Gesellschaftszweck möglichst effektiv zu verfolgen.⁷⁶ Hiervon ausgehend existieren zahlreiche Unternormen in Form von Handlungsverboten sowie Handlungs- und Optimierungsgeboten. Konkretisiert werden die Pflichten- und Sorgfaltsstandards der Geschäftsleitung allgemein bspw. durch die gesellschaftsrechtlich fundierten Grundsätze der Corporate Governance oder die betriebswirtschaftlich fundierten, im Hinblick auf rechtliche Sorgfaltsanforderungen entwickelten Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensführung (GoF), die auf den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensleitung (GoU) und den Grundsätzen ordnungsmäßiger Überwachung (GoÜ) basieren.⁷⁷

Explizit genannt wird in der Kommentarliteratur zu § 43 GmbHG in Verbindung mit diesen Grundsätzen auch die Due Diligence, „mit der in Deutschland hauptsächlich die beim Unternehmenskauf zu beachtenden Pflichten erfasst werden“⁷⁸. Bei einem Unternehmenskauf handelt es sich um ein „gewagtes Geschäft“, welches nur dann sorgfaltswidrig sein soll, wenn das erlaubte Risiko überschritten wird. *Zöllner* konstatiert in diesem Zusammenhang, dass

⁷⁴ Vgl. *Koppensteiner* (2002), Rz. 22 zu § 43 GmbHG.

⁷⁵ *Koppensteiner* (2002), Rz. 22 zu § 43 GmbHG.

⁷⁶ Vgl. *Zöllner* (2000), Rz. 16 zu § 43 GmbHG.

⁷⁷ Vgl. *Zöllner* (2000), Rz. 18 zu § 43 GmbHG und *Schneider* (1993), Rz. 45 zu § 43 GmbHG. Das Konzept der Steigerung des Unternehmenswertes wird als mit den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensführung in Einklang stehend angesehen, vgl. *Zöllner* (2000), Rz. 19 zu § 43 GmbHG.

⁷⁸ *Zöllner* (2000), Rz. 18 zu § 43 GmbHG.

Schrifttum und Rechtsprechung hierzu bislang keine „sonderlich praktikable[n] Formeln“⁷⁹ entwickelt haben.

3.2.2.2 Die Zulassung der Due Diligence durch die Zielgesellschaft

Der Verpflichtung der Geschäftsleitung der Käufergesellschaft zur Durchführung einer Due Diligence könnten auf der Seite der Zielgesellschaft rechtliche oder tatsächliche Beschränkungen entgegenstehen. Von der Rechtsform der Zielgesellschaft abhängig ist zu beurteilen, ob, inwieweit und zu welchem Zeitpunkt im Akquisitionsprozess die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft einem Anteilseigner oder dem potentiellen Käufer eine Due Diligence gestatten darf oder muss. Die Informationsrechte und -pflichten von Anteilseignern, Vorstand der Zielgesellschaft und Kaufinteressent wurden in jüngster Zeit intensiv und zum Teil kontrovers im Schrifttum diskutiert.⁸⁰

3.2.2.2.1 Informationsordnung in der Aktiengesellschaft

Verhandelt der Kaufinteressent mit dem Aktionär einer Aktiengesellschaft, so kann dieser keine umfassende Kenntnis über das Unternehmen der Aktiengesellschaft haben.⁸¹ Ein individuelles Informationsrecht des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft besteht außerhalb der Hauptversammlung nicht.⁸² Wendet sich der Kaufinteressent an die Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats, so ist zunächst deren Verschwiegenheitspflicht über „vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft, namentlich Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse“ (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) zu beachten.⁸³

⁷⁹ Zöllner (2000), Rz. 21 zu § 43 GmbHG.

⁸⁰ Vgl. ausführlich Eggenberger (2001), S. 71-216; Knöfler (2001), S. 78-128; Lutter (1997), S. 613-620; Mertens (1997), S. 541-547; Schroeder (1997), S. 2161-2166; Bühr (1998), S. 1198-1201; Treeck (1998), S. 434-455; Götze (1999), S. 202-233; Ziemons (1999), S. 492-500; Bremer (2000), S. 176-180; Müller (2000), S. 3452-3456; Ziegler (2000), S. 249-255 und Fleischer/Körber (2002), S. 222-236.

⁸¹ Vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG (der auch gegenüber Aktionären gilt, vgl. Hefermehl (1973), Rz. 18 zu § 93 AktG) und das eingeschränkte Auskunftsrecht des Aktionärs in § 131 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 AktG sowie die Verpflichtung zur Weitergabe von Informationen auf Verlangen an alle Aktionäre, sofern sie einem Aktionär gegeben wurden, § 131 Abs. 4 AktG. Vgl. Schroeder (1997), S. 2161f. und Stoffels (2001), S. 369-371.

⁸² Vgl. Eggenberger (2001), S. 82f.

⁸³ Für die Aufsichtsratsmitglieder gilt diese Verschwiegenheitspflicht über § 116 AktG sinngemäß.

Diese Schweigepflicht gilt indessen nicht absolut, sondern ist Ausdruck der allgemeinen organschaftlichen Treue- und Sorgfaltspflicht gegenüber der Gesellschaft und ihren Gesellschaftern.⁸⁴ Der Vorstand hat in eigener Verantwortung und nach pflichtgemäßem Ermessen abzuwägen, unter welchen Bedingungen eine Preisgabe schutzwürdiger Informationen zulässig oder geboten ist („Wo das Unternehmensinteresse es gebietet zu reden, hört mithin die Schweigepflicht auf.“⁸⁵). Eine Weitergabe vertraulicher Informationen wird von *Lutter* ausnahmsweise - in den wohl sehr seltenen Fällen - als zulässig erachtet, wenn es sich um ein „ungewöhnliches und überragendes, anders nicht erreichbares, eigenes unternehmerisches Interesse der Gesellschaft [handelt], gewissermaßen um eine einmalige und unwiederbringliche unternehmerische Chance“⁸⁶.

Gegen eine solch enge Auslegung sprechen sich *Fleischer/Körber*⁸⁷, *Schroeder*⁸⁸, *Bihl*⁸⁹, *Mertens*⁹⁰ und *Eggenberger*⁹¹ aus, die befürworten, Vor- und Nachteile der Weitergabe von Informationen im Einzelfall abzuwägen. Diese Ansicht stellt mittlerweile die herrschende Meinung dar. *Schroeder* kommt gar zu dem Ergebnis, dass sich die Schweigepflicht des Vorstands bei entsprechenden Vorteilen für die Gesellschaft in eine Offenbarungspflicht umkehrt.⁹² Leitlinie der Entscheidung über die Zulassung einer Due Diligence ist das objektive Interesse der Gesellschaft und - soweit das Gesellschaftsinteresse nicht negativ berührt wird - das Interesse des veräußerungswilligen Gesellschafters.⁹³

Zuständig für die Entscheidung ist der Vorstand, der den Beschluss einstimmig, bzw. bei abweichender Regelung in der Satzung mit einer Mehrheit von drei

⁸⁴ Vgl. *Schroeder* (1997), S. 2162; *Ziemons* (1999), S. 493f. und *Müller* (2000), S. 3453.

⁸⁵ *Knöfler* (2001), S. 84.

⁸⁶ *Lutter* (1997), S. 617.

⁸⁷ Vgl. *Fleischer/Körber* (2002), S. 226-229.

⁸⁸ Vgl. *Schroeder* (1997), S. 2162.

⁸⁹ Vgl. *Bihl* (1998), S. 1199.

⁹⁰ Vgl. *Mertens* (1997), S. 546.

⁹¹ Vgl. *Eggenberger* (2001), S. 107-122.

⁹² Vgl. *Schroeder* (1997), S. 2162.

⁹³ Vgl. *Fleischer/Körber* (2002), S. 226 und *Eggenberger* (2001), S. 109-111. Zum Begriff und zur Existenz eines Unternehmensinteresses vgl. *Eggenberger* (2001), S. 104f.

Viertel der Vorstandsmitglieder, zu treffen und sorgsam zu dokumentieren hat.⁹⁴ Um der Gefahr einer missbräuchlichen Verwertung der gewährten Informationen zu begegnen, ist die Durchführung der Due Diligence regelmäßig erst in einem fortgeschrittenen Verhandlungsstadium und nach Abschluss eines Letter of Intent und einer Geheimhaltungsverpflichtung durch den Kaufinteressenten zu gestatten.⁹⁵

3.2.2.2 Informationsordnung in der GmbH

Abweichend von der Rechtslage für die Aktiengesellschaft sind die Informationsrechte und -pflichten in der GmbH als Zielgesellschaft und damit die Zulassung einer Due Diligence organisiert.⁹⁶ Zunächst eröffnet § 51a Abs. 1 GmbHG dem Gesellschafter ein umfassendes Auskunftsrecht und ein Recht zur Einsicht in die Bücher der Gesellschaft - unabhängig von der Höhe seiner Beteiligung.⁹⁷ Der Umfang dieses Informationsrechts ist weit aufzufassen und deckt die im Rahmen einer Due Diligence begehrten Informationen ab.⁹⁸ Der Gesellschafter kann zur Ausübung des Anspruchs eine sachverständige Person hinzuziehen oder beauftragen, sofern diese von Berufs wegen zur Verschwiegenheit verpflichtet ist (bspw. Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwalt).⁹⁹

Die gewährten Informationen dienen allein dem Gesellschafter und sind nicht für Nichtgesellschafter bestimmt.¹⁰⁰ Strittig ist daher, ob bei der geplanten Weitergabe der Informationen vom Gesellschafter an den Kaufinteressenten eine

⁹⁴ Vgl. *Fleischer/Körber* (2002), S. 226; *Eggenberger* (2001), S. 91; *Müller* (2000), S. 3455 und *Schroeder* (1997), S. 2163.

⁹⁵ Vgl. *Fleischer/Körber* (2002), S. 229f.; *Linker/Zinger* (2002), S. 501; *Mertens* (1997), S. 546f.; *Schroeder* (1997), S. 2163; *Treeck* (1998), S. 444f. und *Holzapfel/Pöllath* (2000), S. 30.

⁹⁶ Vgl. *Ziegler* (2000), S. 249-252; *Bremer* (2000), S. 176-180; *Götze* (1999), S. 202-233; *Eggenberger* (2001), S. 160-188 und *Fleischer/Körber* (2002), S. 232-236.

⁹⁷ Vgl. *Fichtelmann* (1998), Rz. 12 zu § 51a GmbHG und *Zöllner* (2000), Rz. 5 zu § 51a GmbHG.

⁹⁸ Vgl. *Ziegler* (2000), S. 249; *Götze* (1999), S. 206 und *Eggenberger* (2001), S. 171. Namentlich genannt werden bspw. alle die Unternehmensführung und die Ergebnisermittlung betreffenden Informationen, einschließlich des zugrunde liegenden Zahlenmaterials, sowie Planungsrechnungen, Gutachten Dritter und für die Bewertung des Unternehmens wesentliche Tatsachen, vgl. *Koppensteiner* (2002), Rz. 6 zu § 51a GmbHG.

⁹⁹ Vgl. *Fichtelmann* (1998), Rz. 13 zu § 51a GmbHG. In Ausnahmefällen können auch andere vertrauenswürdige Personen hinzugezogen werden, sofern diese sich gegenüber der Gesellschaft zur Verschwiegenheit verpflichten, vgl. *Zöllner* (2000), Rz. 19 zu § 51a GmbHG.

¹⁰⁰ Vgl. *Fichtelmann* (1998), Rz. 33 zu § 51a GmbHG.

Verwendung zu gesellschaftsfremden Zwecken zu besorgen ist oder diese eine Treupflichtwidrigkeit darstellt und folglich die Geschäftsführung die Offenlegung der Informationen unter Berufung auf § 51a Abs. 2 Satz 1 verweigern darf oder muss.

Nach *Eggenberger*¹⁰¹ steht die Nutzung zu gesellschaftsfremden Zwecken in solchen Fällen fest; *Götze*¹⁰² und *Bremer*¹⁰³ nehmen treupflichtwidrige Nutzung bei Weitergabe wettbewerbssensibler Informationen an einen Konkurrenten der Zielgesellschaft an.¹⁰⁴ In diesen Fällen hat die Geschäftsführung keine eigene Interessenabwägung vorzunehmen, sondern einen Beschluss der Gesellschafterversammlung herbeizuführen.¹⁰⁵ Dieser Beschluss ist mit einer einfachen Mehrheit zu fassen, wobei das Stimmrecht des veräußerungswilligen Gesellschafters ausgeschlossen ist.¹⁰⁶

3.2.2.3 Informationsordnung in der OHG und der KG

Dem Gesellschafter einer OHG und dem Komplementär einer KG steht ein umfassendes Informationsrecht aus ihrer Stellung als Gesellschafter zu (§ 118 Abs. 1 HGB für die OHG bzw. § 118 Abs. 1 i.V.m. § 161 Abs. 2 HGB für die KG), welches analog zur Rechtslage bei der GmbH zur Erlangung der für eine Due Diligence benötigten Informationen ausreichend ist. Zur Ausübung des Informationsrechts darf auch ein zur Verschwiegenheit verpflichteter neutraler Sachverständiger hinzugezogen werden.¹⁰⁷ Gleichwohl dürfen die Informationen aus Geheimhaltungsgründen nicht an Dritte - bspw. den Kaufinteressen-

¹⁰¹ Vgl. *Eggenberger* (2001), S. 174.

¹⁰² Vgl. *Götze* (1999), S. 224.

¹⁰³ Vgl. *Bremer* (2000), S. 178.

¹⁰⁴ Nach *Koppensteiner* kann hiervon abgesehen werden, sofern der Erwerber (Konkurrent) ein Verwertungsverbot akzeptiert und ein zur Verschwiegenheit verpflichteter Berater mit der Entgegennahme besonders sensibler Informationen beauftragt wird, vgl. *Koppensteiner* (2002), Rz. 21 zu § 51a GmbHG.

¹⁰⁵ Vgl. *Eggenberger* (2001), S. 176; *Götze* (1999), S. 226f und *Fleischer/Körber* (2002), S. 233-235.

¹⁰⁶ Vgl. *Fleischer/Körber* (2002), S. 236; *Götze* (1999), S. 229-232 und *Eggenberger* (2001), S. 188.

¹⁰⁷ Vgl. *Eggenberger* 2001, S. 195-198. Das mit der Organbefugnis verbundene Informationsrecht des persönlich haftenden und damit geschäftsführenden Gesellschafters nach § 114 Abs. 1 HGB (OHG) bzw. § 161 Abs. 2 HGB (KG) kommt für die Due Diligence hingegen nicht in Frage, da dieses allein der ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Geschäftsführung dient.

ten - weitergegeben werden. Hierfür ist ein einstimmiger Beschluss der Gesellschafterversammlung notwendig (§ 119 Abs. 1 HGB),¹⁰⁸ bei welchem der verkaufswillige Gesellschafter - aus dem Gedanken des Insiggeschäfts - nicht stimmberechtigt ist.¹⁰⁹

Das Informationsrecht des Kommanditisten einer KG nach § 166 Abs. 1 HGB reicht zur Durchführung einer Due Diligence nicht aus. Zwar wird ein erweiterter Informationsanspruch aus allgemeinen mitgliedschaftsrechtlichen Erwägungen angenommen, um den Kommanditisten in die Lage zu versetzen, seinem Vermögensinteresse - dem Verkauf der Beteiligung - nachzukommen.¹¹⁰ Die Zuständigkeit für die Entscheidung über die Erweiterung des Informationsrechts liegt bei der Gesellschafterversammlung, die damit sowohl über die Informationsgewährung an sich als auch über die Zulässigkeit der Weitergabe an Dritte zu entscheiden hat.¹¹¹ Der Beschluss ist einstimmig zu fassen (§ 119 Abs. 1 i.V.m. § 161 Abs. 2 HGB); der veräußerungswillige Kommanditist unterliegt hierbei - analog den Überlegungen beim Gesellschafter einer OHG bzw. Komplementär einer KG - einem Stimmverbot.

3.2.2.2.4 Ergebnis

Zusammenfassend gilt, dass das Gesellschaftsrecht der Zulassung einer Due Diligence nicht entgegensteht, dieser allerdings ein Abwägungsvorgang zwischen dem Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft und dem Informationsinteresse des veräußerungswilligen Gesellschafters voranzugehen hat. Dem Schutz des Unternehmens vor Offenlegung von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen steht das mitgliedschaftliche Interesse des Gesellschafters an der Möglichkeit zur Übertragung seiner Beteiligung gegenüber. Zur Verständigung über den Ausgleich dieser Interessen sind Beschlüsse auf Vorstandsebene bei der AG bzw. Gesellschafterebene bei der GmbH, OHG und KG vorgesehen. Regelmäßig wird daher ein fortgeschrittenes Verhandlungsstadium erreicht

¹⁰⁸ Vgl. *Eggenberger* 2001, S. 201f. und *Knöfler* (2001), S. 128.

¹⁰⁹ Vgl. *Eggenberger* 2001, S. 202f.

¹¹⁰ Vgl. *Knöfler* 2001, S. 125 und *Eggenberger* 2001, S. 206f.

¹¹¹ Vgl. *Eggenberger* 2001, S. 204, 211.

sein müssen, um die Due Diligence zu gestatten, flankiert durch einen Letter of Intent und eine Geheimhaltungsverpflichtung des Informationsempfängers.

3.2.3 Due Diligence und Kapitalmarktrecht

Kapitalmarktrechtliche Grenzen der Durchführung einer Due Diligence könnten sich aus den Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes über Insidergeschäfte (§§ 12ff. WpHG) ergeben.¹¹²

Zunächst stellt der Erwerb von Aktien keine Ausnutzung der Kenntnis einer Insidertatsache i.S.d. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG dar, da der Käufer nicht in der Ausnutzung seiner Kenntnis, sondern in der Umsetzung der eigenen unternehmerischen Entscheidung handelt. Dies gilt gleichermaßen, wenn im Zuge der Vertragsverhandlungen oder der positiv ausgefallenen Due Diligence Insidertatsachen bekannt werden, die allerdings nicht ausgenutzt werden, es mithin an einer Kausalität der Insidertatsache für den Erwerb fehlt.¹¹³

Von der Ausnutzung einer Insiderinformation kann nur dann ausgegangen werden, „wenn sie von dem Handelnden in der Erwartung und zu dem Zweck verwertet wird, hierdurch einen wirtschaftlichen Vorteil ... zu erlangen, den er, wäre die Information öffentlich bekannt, so nicht erzielen könnte“¹¹⁴. Diese Differenzierung entspricht im Ergebnis der Vorgehensweise des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel: Due-Diligence-Prüfungen durch einen potentiellen Erwerber werden nicht beanstandet, sofern eine unternehmerische Beteiligung und nicht nur eine Finanzanlage beabsichtigt ist.¹¹⁵

Problematisch und diskussionswürdig ist jedoch bspw. der Fall, in dem die Initiative zum Verkauf von den Organen der Zielgesellschaft ausgeht und im Vorfeld des Kaufs, im Rahmen der (noch unverbindlichen) Due Diligence, gerade diese Kausalität eintritt, m.a.W. der Kauf gerade im Hinblick auf die Ausnutzung der erkannten Insidertatsache veranlasst wird. Für die Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder der Zielgesellschaft könnte in diesem Fall durch die

¹¹² Vgl. *Fleischer/Körber* (2002), S. 224f. und *Schroeder* (1997), S. 2163-2165.

¹¹³ Vgl. *Assmann/Cramer* (1999), Rz. 31 zu § 14 WpHG; *Becker* (1995), S. 51f. und *Assmann* (1994), S. 246.

¹¹⁴ *Assmann* (1994), S. 246.

¹¹⁵ Vgl. *Schroeder* (1997), S. 2165.

Offenlegung der Tatbestand der unbefugten Weitergabe von Insiderinformationen (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) oder der Empfehlung (§ 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG) gegeben sein.¹¹⁶ Von Interesse ist in diesem Zusammenhang, dass die Entscheidung des Vorstands der Zielgesellschaft selbst, einem potentiellen Käufer eine Due Diligence zu gestatten, i.d.R. keine im Rahmen der Ad-hoc-Publizität zu veröffentlichende Tatsache im Sinne des § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG darstellt.¹¹⁷

3.2.4 Due Diligence und Datenschutzrecht

Ist die Due Diligence innerhalb der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Grenzen gestattet und wurde die Entscheidung über die Durchführung einer Due Diligence getroffen, stellen sich datenschutzrechtliche Restriktionen hinsichtlich des Umfangs und des Detaillierungsgrades der Informationsgewährung während der Due Diligence.¹¹⁸

Dies betrifft zum einen Informationen über die Mitarbeiter und das Management. Die Bestimmungen des Bundesdatenschutzgesetzes über die Übermittlung personenbezogener Daten und die Persönlichkeitsrechte der Mitarbeiter machen es erforderlich, dass sich der Käufer ggf. mit anonymisierten und statistisch aufbereiteten Daten wird zufrieden geben müssen.¹¹⁹

Zum anderen sind den Käufer regelmäßig interessierende Informationen über den Kundenstamm und einzelne Kunden der Zielgesellschaft datenschutzrechtlich betroffen. Je eher der Käufer in diesen Fällen lediglich auf globale Daten angewiesen ist, desto schwerer dürfte bspw. die Beurteilung der Auswirkungen einer Integration der Zielgesellschaft auf die Absatzchancen bei gemeinsamen Kunden sein.

¹¹⁶ Vgl. *Assmann/Cramer* (1999), Rz. 39-73 zu § 14 WpHG. Als unbefugte Weitergabe von Insidertatsachen gilt bspw. die Weitergabe von Informationen an Journalisten und Analysten im Rahmen von Werksbesichtigungen, Gesprächsrunden oder Interviews, vgl. *Becker* (1995), S. 55 und *Assmann* (1994), S. 247.

¹¹⁷ Vgl. *Götze* (1998), S. 2326-2330.

¹¹⁸ Zur Datenschutzproblematik bei Fusionen vgl. auch *Dieckmann/Eul/Klevenz* (2000), S. 149-152.

¹¹⁹ Vgl. *Werner* (2000), S. 992f.; *Fleischer/Körber* (2002), S. 225; *Diller/Deutsch* (1998), S. 16 und *Steins/Marth* (2002), S. 67-72.

3.2.5 Due Diligence und Gewährleistungsrecht

3.2.5.1 Aufklärungs- und Untersuchungspflichten

Im deutschen Recht existiert kein spezielles Unternehmenskaufrecht. Der Verkauf eines Unternehmens im Wege der Übertragung von Sachen und Rechten (Asset Deal) oder durch die Übertragung von Beteiligungsrechten (Share Deal) erfolgt nach den allgemeinen Vorschriften des BGB. Diese haben durch das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts (Schuldrechtsreform) mit Gültigkeit seit dem 1.1.2002 einige Änderungen erfahren.¹²⁰ Der Asset Deal ist hier nach Sach- und Rechtskauf nach §§ 433 Abs. 1, 453 Abs. 1 BGB; der Share Deal ist Rechtskauf nach § 453 Abs. 1 BGB.

Im Schrifttum und in der Rechtsprechung war lange Zeit umstritten, ob und ggf. ab welcher Beteiligungshöhe der Share Deal als Unternehmenskauf zu qualifizieren ist und damit die Anwendbarkeit des Sachmängelgewährleistungsrechts auf die die Beteiligungsrechte repräsentierenden Sachen und Rechte des Unternehmens eröffnet wird.¹²¹ Diese Unterscheidung ist nach der Schuldrechtsreform obsolet, da auf den Rechtskauf die Vorschriften über den Kauf entsprechende Anwendung finden (§ 453 Abs. 1 BGB) und der Verkäufer dem Käufer die Sache frei von Sach- und Rechtsmängeln zu verschaffen hat (§ 433 Abs. 1 Satz 2 BGB). Sowohl auf den Asset Deal als auch den Share Deal finden nunmehr die kaufrechtlichen Gewährleistungsansprüche einheitlich Anwendung.¹²²

Allgemein liegt ein Sachmangel vor, wenn die Ist-Beschaffenheit in einer für den Käufer ungünstigen Weise von der Soll-Beschaffenheit abweicht.¹²³ Soweit die Beschaffenheit einer Sache nicht vereinbart ist, liegt ein Mangel vor, wenn sie sich nicht für die nach dem Vertrag vorausgesetzte oder gewöhnliche Verwendung eignet (§ 434 Abs. 1 BGB). Da die Bestimmung der gewöhnlichen Verwendung beim Unternehmenskauf aufgrund der Vielzahl möglicher Ver-

¹²⁰ Vgl. hierzu ausführlich *Picot* (2002a), S. 246-249.

¹²¹ Vgl. *Zimmer* (1997), S. 2346 und *Picot* (2002a), S. 245f.

¹²² Vgl. *Picot* (2002a), S. 246.

¹²³ Vgl. *Holzappel/Pöllath* (2000), S. 294.

wendungszwecke problematisch ist,¹²⁴ bestimmen die Parteien nach der Lehre vom subjektiven Fehlerbegriff¹²⁵ selbst, wie das Unternehmen beschaffen sein soll.¹²⁶

Über die Gewährleistungsansprüche hinaus können dem Käufer Ansprüche aus vorvertraglicher Pflichtverletzung des Verkäufers erwachsen. Das bislang gewohnheitsrechtliche Institut der culpa in contrahendo ist nunmehr in § 311 Abs. 2 BGB gesetzlich geregelt. Obgleich das Gesetz und die Rechtsprechung im Grundsatz davon ausgehen, dass jede Vertragspartei die Vorteilhaftigkeit des Geschäftes selbst zu beurteilen hat, leiten sich nach dem Grundsatz von Treu und Glauben aufgrund der Komplexität des Kaufgegenstands gerade beim Unternehmenskauf Aufklärungspflichten des Verkäufers im Einzelfall ab.¹²⁷ Auf der Seite des Käufers gilt zunächst, dass diesen keine Untersuchungspflicht trifft, denn der Verlust der Gewährleistungsansprüche droht nach § 442 Abs. 1 BGB lediglich bei Kenntnis des Mangels bei Vertragsabschluss oder bei Unkenntnis infolge grober Fahrlässigkeit.¹²⁸ Im Folgenden wird aufgezeigt, welche Auswirkungen eine Due Diligence auf die Kenntniszurechnung und Gewährleistung beim Unternehmenskauf besitzt.

¹²⁴ Vgl. *Hommelhoff* (1975), S. 36f.

¹²⁵ Vgl. *Hommelhoff* (1975), S. 31-35 und *Zimmer* (1997), S. 2347.

¹²⁶ Vgl. hierzu ausführlich *Wolf/Kaiser* (2002), S. 413-420.

¹²⁷ Vgl. *Fleischer/Körber* (2001), S. 847; *Picot* (2002a), S. 251. Umfassend zu den Aufklärungspflichten beim Unternehmenskauf *Moosmayer* (2000), S. 79-123. Der BGH hat beim Unternehmenskauf aufgrund der wirtschaftlichen Tragweite des Geschäfts und der regelmäßig erschwerten Bewertung des Kaufgegenstands durch den Käufer gesteigerte Aufklärungs- und Sorgfaltspflichten des Verkäufers anerkannt, vgl. *BGH-Urteil* vom 4.4.2001, ZIP 2001, S. 918-922.

¹²⁸ Vgl. auch *Fleischer/Körber* (2001), S. 844.

3.2.5.2 Folgen einer durchgeführten und einer unterlassenen Due Diligence

Fraglich ist, ob der Käufer verpflichtet sein könnte, eine Due Diligence durchzuführen. Das BGB geht von dem Grundsatz aus, dass der Käufer nicht zur Prüfung des Vertragsgegenstandes verpflichtet ist; selbst für Zwecke der Aufrechterhaltung von Gewährleistungsansprüchen trifft ihn keine Obliegenheit zur Durchführung von Prüfungshandlungen.¹²⁹

Demnach gilt, dass der Verkäufer dem Käufer eine unterlassene Prüfung nicht entgegenhalten kann. Die im Rahmen einer vorgenommenen Prüfung durch den Käufer oder eine Offenlegung durch den Verkäufer erworbene Kenntnis des Käufers von Mängeln des Unternehmens führt indessen zum Ausschluss der Gewährleistungsansprüche (§ 442 Abs. 1 Satz 1 BGB).¹³⁰ Dieser Kenntnis ist die grob fahrlässige Unkenntnis (§ 442 Abs. 1 Satz 2 BGB) gleichgestellt.

Gem. § 276 Abs. 2 BGB handelt fahrlässig, „wer die im Verkehr erforderliche Sorgfalt außer Acht lässt“. In diesem Kontext wird die Sinnhaftigkeit der Bedeutung des Begriffs „due diligence“ (= „sorgsame Erfüllung, im Verkehr erforderliche Sorgfalt“) auch für das deutsche Recht offenkundig. Grobe Fahrlässigkeit wird dann angenommen, wenn die verkehrübliche Sorgfalt in besonders schwerem Maße verletzt wird.¹³¹ Dieser Tatbestand ist bspw. gegeben, wenn beim Kauf von Sachen der betreffenden Art eine Verkehrssitte existiert, nach der die Durchführung einer Due Diligence im Vorfeld eines Unternehmenskaufs eine ständige und hinreichend verfestigte Übung darstellt,¹³² oder im Einzelfall besondere Umstände nach Treu und Glauben eine Untersuchungspflicht begründen,¹³³ der der Käufer nicht nachkommt.

¹²⁹ Vgl. *Staudinger/Honsell* (1995), Rz. 181 zu § 459 BGB; *Holzapfel/Pöllath* (2000), S. 27f.; *Merkt* (1995), S. 1047 und *Bähr* (1995), S. 200.

¹³⁰ Vgl. *Holzapfel/Pöllath* (2000), S. 27f.

¹³¹ Vgl. *Staudinger/Honsell* (1995), Rz. 7 zu § 460 BGB und *Soergel/Huber* (1991), Rz. 20 zu § 460 BGB.

¹³² Eine Verkehrssitte, nach der auf jeden Fall eine Untersuchung durch den Käufer stattzufinden hat, existiert bspw. beim Kauf von Häusern, Gebrauchtwagen, Kostbarkeiten und Kunstwerken, vgl. *Staudinger/Honsell* (1995), Rz. 9 zu § 460 BGB und *Palandt/Putzo* (2000), Rz. 12 zu § 460 BGB.

¹³³ Vgl. *Staudinger/Honsell* (1995), Rz. 7 zu § 460 BGB.

Liegt demnach eine Verkehrssitte „Durchführung einer Due Diligence bei einem Unternehmenskauf“ vor, droht dem Käufer bei Unterlassen derselben der Verlust seiner Gewährleistungsrechte. Maßgeblich für die Kenntnisnahme ist der Zeitpunkt des Vertragsabschlusses oder der Zeitraum bis zum Vertragsabschluss.¹³⁴ Wird die Untersuchung unterlassen oder wird sie nicht der Verkehrssitte entsprechend durchgeführt (bspw., indem der Käufer schlicht vergisst, bestimmte Sachverhalte zu prüfen), dann entfällt der Gewährleistungsanspruch. Ob eine solche Verkehrssitte beim Unternehmenskauf vorliegt, ist bislang strittig.¹³⁵ Das Problem besteht darin, dass die Annahme einer Verkehrssitte keiner ja/nein-Beurteilung zugänglich ist, vielmehr in diesem Zusammenhang zugleich Prüfungsprogramm und -tiefe zu konkretisieren sind. Nur so kann festgestellt werden, ob ein Käufer in einem bestimmten Fall Prüfungspflichten verletzt hat. Entscheidend wird sein, inwieweit man - auch infolge der zunehmenden Verbreitung in der Akquisitionspraxis - die Durchführung einer Due Diligence als Verkehrssitte ansehen muss. Wird eine Verkehrssitte angenommen, hängt der Umfang der Due Diligence davon ab, was Inhalt der Verkehrssitte ist. So umfasst z.B. für Unternehmen, deren Träger eine Kapitalgesellschaft ist, die übliche Due Diligence nach *Merkt* eine interne Bilanzanalyse (die aus der Prüfung des Jahresabschlusses unter Hinzuziehung von Kostenrechnung und Kalkulation, kurzfristiger Erfolgsrechnung und Betriebsstatistik besteht), ggf. Berichte der Außendienstmitarbeiter sowie Gutachten zur Markt- und Konkurrenzsituation.¹³⁶ Es kann erwartet werden, dass mit fortschreitender Verbreitung der Due Diligence in der Akquisitionspraxis zum einen, und der wissenschaftlichen Beschäftigung mit Inhalt und Umfang der Due Diligence zum anderen, sich zumindest ein Kernbestand herausbildet, dessen Nichtbeachtung im Einzelfall zum Verlust der Gewährleistungsrechte führen kann.

Legt der Verkäufer Informationen über das Unternehmen offen, kann er für die Richtigkeit dieser Angaben haftbar gemacht werden, ebenso wie für unterlas-

¹³⁴ Vgl. *Palandt/Putzo* (2000), Rz. 10 zu § 460 BGB.

¹³⁵ Vgl. umfassend *Eggenberger* (2001), S. 247-254. Für die Annahme einer Verkehrssitte bei dem Erwerb großer Unternehmen *Knöfler* (2001), S. 77. Generell gegen die Annahme einer Verkehrssitte *Schmitz* (2002), S. 91-100; *Fleischer/Körber* (2001), S. 846; *Picot* (2002a), S. 259f. und *Loges* (1997), S. 968.

¹³⁶ Vgl. *Merkt* (1995), S. 1047.

sene, aber gebotene Information. Für die Bedeutung der Due Diligence im Rahmen vorvertraglicher Vertrauensverhältnisse und der Aufklärungspflichten des Verkäufers einerseits sowie die Untersuchungspflichten des Käufers andererseits wird es darauf ankommen, „ob die umfangreiche und systematische Prüfung im Rahmen einer Due Diligence die Aufklärungspflichten des Verkäufers und damit seine haftungsrechtliche vorvertragliche Verantwortlichkeit beschränkt oder ob diese Prüfung gerade zu einer Haftungserweiterung des Verkäufers führen kann“¹³⁷.

3.3 Ergebnis und Konsequenzen für den Akquisitionsprozess

Die obigen Ausführungen vermitteln einen Eindruck von der wirtschaftsrechtlichen Bedeutung der Due Diligence. Gezeigt wurde, dass die gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften die Informationsgewährung an den Auskunft begehrenden potentiellen Käufer mitunter erschweren. Aus gewährleistungsrechtlicher Sicht ist die Durchführung einer Due Diligence nicht verpflichtend; aufgrund der nicht problemlos auf den Unternehmenskauf übertragbaren Vorschriften des allgemeinen Kaufrechts jedoch empfohlen.

Diese Befunde sollen nun in einer prozessualen Perspektive gewürdigt werden. Hierbei geht es um die Frage, welche Konsequenzen die wirtschaftsrechtliche Relevanz der Due Diligence für die Gestaltung des Akquisitionsprozesses zeitigt. Hierbei zeigt sich folgendes Bild: Ist ein Verkäufer bereits aus verkaufstaktischen Motiven bereit, eine Due Diligence erst in einem fortgeschrittenen Stadium der Verhandlungen zuzulassen, wird dies durch die Beschlusserfordernisse der Geschäftsleitung bzw. Gesellschafterversammlung bestätigt. Demnach wird eine Due Diligence stets in zeitlicher Nähe einer definitiven Entscheidung und der Vertragsunterzeichnung durchgeführt werden können. Die Unterzeichnung eines Letter of Intent mit den darin bereits enthaltenen wesentlichen Vertragskonditionen wird in den meisten Fällen Voraussetzung einer Due Diligence sein.

Die Due Diligence kann daher, in Abhängigkeit der zeitlichen und inhaltlichen Positionierung im Akquisitionsprozess, für die Akquisitionsentscheidung zwei Funktionen übernehmen. Zum einen als Zulieferfunktion in dem Sinne, dass im

¹³⁷ Picot (2002a), S. 261; vgl. auch *Fleischer/Körper* (2001), S. 847f.

Rahmen der Due Diligence die relevante Datenbasis für die Akquisitionsentcheidung erhoben wird. Zum anderen kann der Due Diligence auch eine Absicherungsfunktion dergestalt zugewiesen werden, dass eine zuvor errechnete Bandbreite für den Kaufpreis auf der Basis vorab angestellter Planungsüberlegungen nachträglich verifiziert respektive angepasst wird. Die Ausführungen zur Positionierung der Due Diligence im Akquisitionsprozess unter dem Aspekt der gesellschaftsrechtlichen Entscheidung über deren Zulassung lassen die Absicherungsfunktion realistischer erscheinen. Diesem Ergebnis hat die betriebswirtschaftliche Konzeption der Due Diligence Rechnung zu tragen, worauf im weiteren Verlauf dieser Arbeit eingegangen wird. Hierbei wird sich zeigen, dass die Absicherungsfunktion auch aus betriebswirtschaftlicher Perspektive bei Betrachtung des Spannungsfeldes zwischen der Zielsetzung des Käuferunternehmens, der Unternehmenswertermittlung und der Preisfindung angemessen ist.

3.4 Empirische Ergebnisse zur Unternehmensbewertung und Due Diligence im Akquisitionsprozess

In einer empirischen Untersuchung aus dem Jahr 2000 wurden deutsche Käuferunternehmen zur Durchführung der Due Diligence bei dem Erwerb eines deutschen Zielunternehmens befragt.¹³⁸ Ziel dieser Untersuchung war, Erkenntnisse über die Organisation und Ausgestaltung der Due Diligence und ihrer Bedeutung im Akquisitionsprozess zu gewinnen.

Ein erster Schritt zur Beurteilung der Positionierung der Due Diligence im Akquisitionsprozess ist die Erhebung der vor ihrer Durchführung abgeschlossenen Vereinbarungen zwischen dem Kaufinteressenten und der Zielgesellschaft. Die Auswertung der Antworten ergab, dass 87,2% der Käuferunternehmen vor der Due Diligence eine Vertraulichkeitserklärung unterzeichneten und 64,3% einen Letter of Intent. In 42,1% der Transaktionen wurde sowohl eine Vertraulichkeitserklärung als auch ein Letter of Intent abgeschlossen. Obgleich ein Letter of Intent keinen Vorvertrag darstellt und damit rechtlich nicht bindend ist, werden die Wesenselemente des Geschäfts im Letter of Intent festgelegt. Sofern

¹³⁸ Vgl. *Berens/Strauch* (2002a). Die schriftliche Befragung mit Hilfe eines Fragebogens bezog sich auf die Akquisitionstätigkeit der Jahre 1997-2000. Insgesamt wurden 3.926 Unternehmen aller Rechtsformen befragt. Die Rücklaufquote betrug 11,3%.

ein Letter of Intent abgeschlossen wird, kann mithin davon ausgegangen werden, dass bereits vor der Due Diligence eine grundsätzliche Übereinkunft über den Eigentumsübergang unter den Vertragsparteien erzielt wurde.

In welcher Reihenfolge Unternehmensbewertung, Due Diligence und Kaufpreisfindung im Akquisitionsprozess erfolgen, ist in Abbildung 9 dargestellt. Werden die Prozessbestandteile Due Diligence, Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung miteinander kombiniert, ergeben sich sechs mögliche Reihenfolgen. Die häufigst genannte Reihenfolge ist mit 40,3% die Reihenfolge Due Diligence, Unternehmensbewertung, Kaufpreis. Diese auch intuitiv plausible Reihenfolge, auf der Grundlage der Due Diligence den Unternehmenswert zu ermitteln und aus diesem wiederum den Kaufpreis, wird damit auch empirisch bestätigt. Zusätzlich wurden jeweils Due Diligence, Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung einzeln gegenübergestellt: In 59,7% der Akquisitionen wird die Due Diligence vor der Unternehmensbewertung und mithin zu 40,3% nach der Unternehmensbewertung durchgeführt.

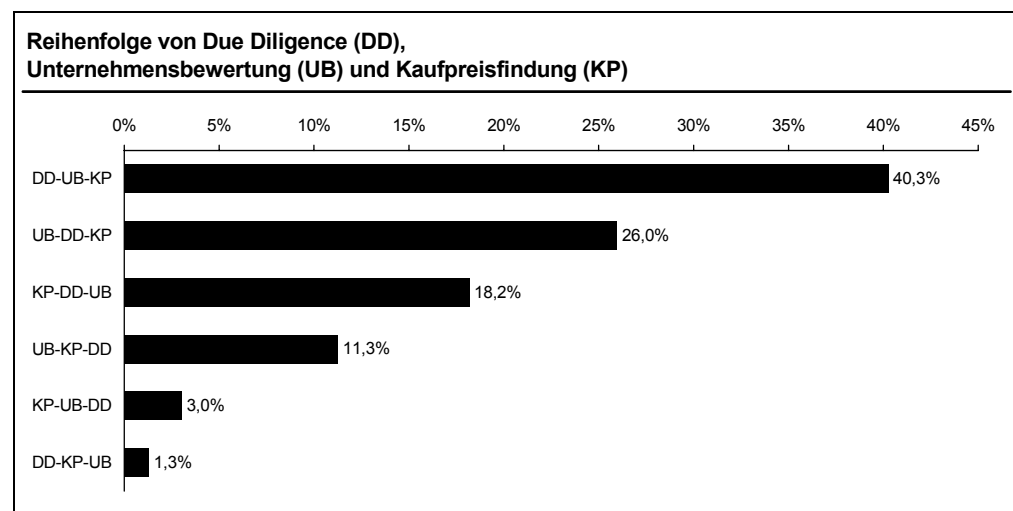


Abbildung 9: Reihenfolge von Due Diligence, Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung im Akquisitionsprozess (N=231)¹³⁹

Der Einfluss der Due Diligence auf einen zuvor ermittelten Unternehmenswert ist in Abbildung 10 dargestellt. 53,6% der Käuferunternehmen gaben an, dass sich der Unternehmenswert infolge der Due Diligence verringerte, allein bei 15,0% der Transaktionen haben sich die Ergebnisse der Due Diligence werter-

¹³⁹ Vgl. Berens/Strauch (2002a), S. 88.

höhend ausgewirkt. Annähernd ein Drittel der Unternehmen stellte keine Auswirkung der Due Diligence auf den Unternehmenswert fest.

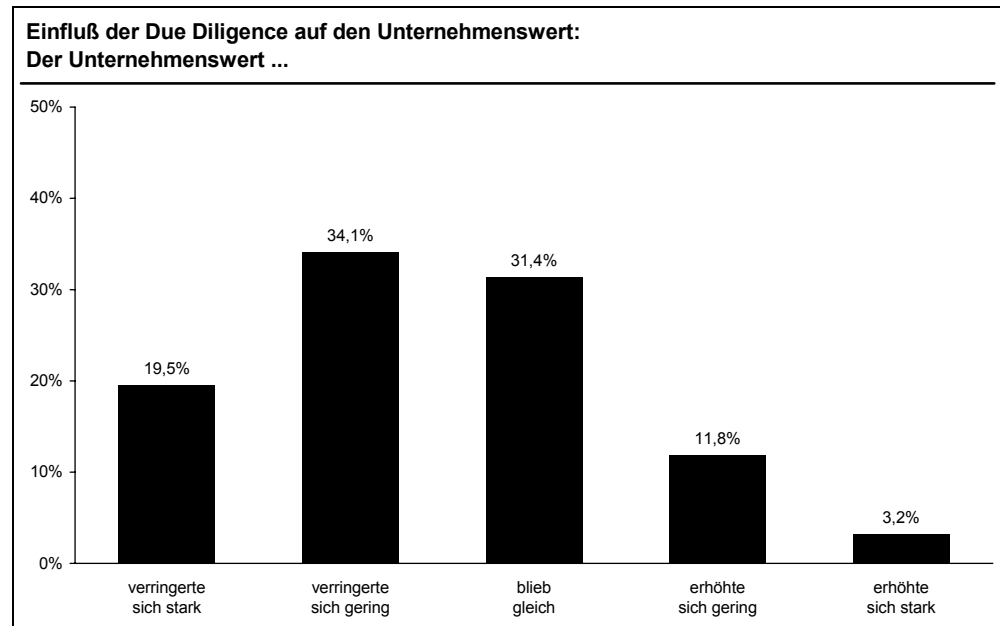


Abbildung 10: Einfluss der Due Diligence auf den ermittelten Unternehmenswert (N=220)¹⁴⁰

Eine weitere Frage zielte auf den Einfluss der Due Diligence auf die der Unternehmensakquisition zugrunde liegende Strategie und die Identifizierung strategischer Optionen während der Due Diligence. Die Auswertung zeigte, dass 78,4% der Unternehmen der Due Diligence entweder keinen oder einen geringen bis sehr geringen Einfluss auf die geplante Strategie bzw. auf die Identifizierung strategischer Optionen durch die Akquisition beimessen. 21,6% der Käuferunternehmen gaben an, dass die Due Diligence einen großen bis sehr großen Einfluss auf die Akquisitionsstrategie hatte.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Ausführungen zum wirtschaftsrechtlichen Einfluss auf die Zulassung einer Due Diligence und die empirischen Ergebnisse im Einklang stehen. Die Due Diligence ist im Akquisitionsprozess in relativer Nähe zum Vertragsabschluss positioniert. Demnach wird ein Großteil der Arbeit zur Unternehmenswert- und Kaufpreisbestimmung bereits vor der Due Diligence geleistet, soweit die Unternehmensbewertung vor der Due Diligence durchgeführt wurde. Der Frage, wie diese Befunde die Funktion und inhaltliche Ausgestaltung von Unternehmensbewertung und Due

Diligence beeinflussen, wird im Weiteren Gegenstand der Ausführungen in den Kapiteln 4 und 5 sein.

¹⁴⁰ Vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 91.

4 Methoden der Unternehmensbewertung

4.1 Informationsbedarf und Risikoberücksichtigung in der Unternehmensbewertung

Die Beschaffung der für die Akquisitionsentscheidung notwendigen Informationen sowie die Identifizierung und Beurteilung von Risiken stellen die dominanten Motive zur Durchführung einer Due Diligence dar.¹⁴¹ Diese beiden Motive stellen zugleich die Klammer um die Themen Unternehmensbewertung und Due Diligence dar. Im Schrifttum zur Due Diligence besteht jedoch ein Forschungsdefizit dahingehend, dass zum einen der Risikobegriff im Rahmen der Due Diligence nicht expliziert wird, zum anderen keine Verbindung zwischen den während der Due Diligence aufzudeckenden Risiken und der Unternehmensbewertung hergestellt wird. Für die nähere Konkretisierung des Inhalts einer Due Diligence soll daher im Folgenden analysiert werden, welchen Informationsbedarf die einzelnen Verfahren der Unternehmensbewertung stellen und in welcher Weise Risiken in der Unternehmensbewertung Berücksichtigung finden. Auf dieser Grundlage kann ermittelt werden, welche direkt das zu kaufende Unternehmen betreffenden Informationen während der Due Diligence zu beschaffen und auszuwerten sind. Das Ziel soll es sein, den Informationsbedarf mit der Informationsbeschaffung sowie die Risikorechnung mit der Risikoidentifikation und -bewertung soweit wie möglich und notwendig zu harmonisieren und damit die Due Diligence von der Unternehmensbewertung her zu bereichern und möglichst effizient auf diese abzustimmen.

Wie in Abschnitt 2.2.1 gezeigt wurde, stellt die positive Differenz zwischen dem Grenzpreis des Käufers und dem Kaufpreis den Erfolg der Akquisition im Übernahmezeitpunkt dar. Während es sich bei dem Kaufpreis um eine objektive, feststehende Größe im Übernahmezeitpunkt handelt, ist der Grenzpreis mit Unsicherheiten bezüglich der Erreichung der eingehenden Planwerte in der Zukunft behaftet. Unter dem Risiko des Unternehmenserwerbs soll daher im Folgenden die Gefahr verstanden werden, dass aufgrund einer notwendigen

¹⁴¹ So gaben bei der empirischen Untersuchung von *Berens/Strauch* zur Planung und Durchführung der Due Diligence 44,6% der Käuferunternehmen die Identifizierung und Beurteilung von Risiken als vorrangiges Ziel bzw. Schwerpunkt der Due Diligence an, vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 52.

Anpassung des Grenzpreises im Rahmen der Akquisitionserfolgskontrolle der ex ante berechnete Akquisitionserfolg ex post geringer ausfällt. Damit stellt das Risiko eine Funktion des Grenzpreises und des Kaufpreises dar. Dieses Risiko ist wiederum abhängig von der Qualität des Informationsstands des Käufers über das Unternehmen.¹⁴² Mit einzubeziehen in die folgende Betrachtung der Bewertungsverfahren ist daher auch, wie die Art und der Umfang der Informationsbeschaffung auf die Berechnung des Grenzpreises wirken.

4.2 Ertragswertmethode und -verfahren

4.2.1 Konzeption der Ertragswertmethode

Unter der Ertragswertmethode wird im Folgenden zunächst allgemein die am individuellen Investor orientierte Berechnung des Wertes des Eigenkapitals als Zukunftserfolgswert verstanden. Dies ist die gemeinsame konzeptionelle Basis all derjenigen Varianten, die unter den Begriff Ertragswert bzw. Ertragswertmethode subsumiert werden können. Die Ertragswertmethode stellt einen individualistischen Ansatz¹⁴³ dar, berechnet wird der Entscheidungswert eines spezifischen Investors unter Berücksichtigung seines Entscheidungsfeldes (investitionstheoretische Unternehmensbewertung)¹⁴⁴. Ergebnis ist ein subjektiver Grenzpreis aus Investorensicht, der die finanzielle Zielsetzung, ein evtl. geändertes Fortführungskonzept, Synergieeffekte, sonstige Anlagemöglichkeiten, Finanzierungsquellen, steuerliche Belastungen und die individuelle Risiko(ab)neigung berücksichtigt. Im Vordergrund steht demnach immer die Ermittlung eines Wertes im Sinne des individuellen Nutzens des Bewertungsobjektes für das Bewertungssubjekt. Dieser Wert kann - abgesehen von der Idealvorstellung eines vollkommenen Kapitalmarktes - exakt nur aus einem Totalmodell abgeleitet werden.¹⁴⁵ Zur Reduzierung der mit der Aufstellung eines Totalmodells verbundenen Komplexität hinsichtlich der Informationsbeschaffungs- und Informationsverarbeitungsmöglichkeiten wird bei der Berechnung des Ertragswertes das Alternativprogramm durch einen pauschalierten Kalkula-

¹⁴² Vgl. *Bretzke* (1976), S. 155, 157 und *Bretzke* (1977), S. 207f.

¹⁴³ Vgl. *Drukarczyk* (2001), S. 133-137.

¹⁴⁴ Vgl. *Hering* (1999), S. 11-91.

¹⁴⁵ Vgl. *Henselmann* (1999), S. 28-43; *Schultze* (2001), S. 43-63 und *Hering* (1999), S. 27-34.

tionszinssatz repräsentiert. Der Unternehmenswert UW als Ertragswert ist damit bei Anwendung der Risikozuschlagsmethode¹⁴⁶ im einfachsten Fall die Summe der mit einem (evtl. periodenspezifischen) Kalkulationszinssatz k diskontierten Erwartungswerte zukünftiger Überschüsse X_t zwischen Unternehmen und Eigentümer nach Steuern mit

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+k)^t}.$$

Soll diese im Grunde einfache Berechnungsvorschrift im Einzelfall operational umgesetzt werden, stößt man auf eine Reihe ungelöster Probleme. Diese betreffen die genaue Definition und Gewinnung der Werte X_t , die Berücksichtigung der Mehrwertigkeit der Werte X_t , die Festlegung des Betrachtungszeitraumes ($t = 1 \dots n$) und die Herleitung des Kalkulationszinssatzes k .¹⁴⁷ Die genannten Probleme sind einerseits wissenschaftlicher bzw. konzeptioneller Natur, andererseits rein praktischen Ursprungs, wenn über die eigentliche Bewertungstechnik hinaus der Prozess der Durchführung einer Unternehmensbewertung in die Betrachtung mit einbezogen wird.

Eine Variante der Ertragswertmethode stellen die Verlautbarungen des IDW im Standard S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“¹⁴⁸ dar. Zur terminologischen Klarstellung wird für diese spezielle Konkretisierung der Ertragswertmethode der Begriff Ertragswertverfahren verwendet.

4.2.2 Ableitung der Überschüsse

4.2.2.1 Definition der relevanten Überschüsse

Scheinbare Differenzen innerhalb der Ertragswertmethoden sowie in Abgrenzung zu den (weiter unten zu diskutierenden) Discounted-Cash-Flow-Methoden existieren bereits bei der Definition der Überschussgröße X . Zahlreiche Auseinandersetzungen ranken diesbezüglich um die Frage, was unter dem Überschuss zu verstehen ist und aus welchem Rechnungssystem dieser abzulei-

¹⁴⁶ Zur Unterscheidung zwischen Risikozuschlagsmethode und Sicherheitsäquivalenzmethode vgl. die Abschnitte 4.2.4.1 und 4.2.4.2.

¹⁴⁷ Vgl. *Drukarczyk* (2001), S. 133.

¹⁴⁸ Vgl. *IDW* (2000a), S. 825-842.

ten ist.¹⁴⁹ Zum Teil dürften etwaige Missverständnisse aus einer Fehlinterpretation des Begriffs Ertragswert herrühren, sofern auf die Ertragsüberschüsse des Unternehmens abgestellt wird. Diese Ertragsüberschüsse des Unternehmens können jedoch nicht Endergebnis der Berechnung relevanter Überschüsse sein, sondern allenfalls deren Ausgangspunkt. Da der Ertragswert den Nutzen des Unternehmens für seine Eigentümer misst, ist konsequenterweise auf die Nettoeinnahmen abzustellen, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (Zuflussprinzip nach Moxter).¹⁵⁰ Die Nettoeinnahmen sind die dem Eigentümer aus dem Unternehmen zufließenden Ausschüttungen abzüglich der mit diesen Ausschüttungen verbundenen persönlichen Steuern sowie abzüglich ggf. erforderlicher Kapitaleinlagen.¹⁵¹ Bewertungsrelevant sind demnach

- im Unternehmen erwirtschaftete liquide Mittel,
- die nicht zur Durchführung wertsteigernder Investitionen benötigt werden,
- unter Beachtung handels- und gesellschaftsrechtlicher Vorschriften ausschüttungsfähig sind sowie
- zur Ausschüttung geplant sind.¹⁵²

Da es sich jedoch um zukünftige, erwartete Überschüsse des Unternehmens handelt, existieren Unterschiede hinsichtlich deren Ableitung aus dem Rechnungswesen. Diese Ableitung nimmt beim Ertragswertverfahren ihren Ausgangspunkt in der Reihe geplanter Ertragsüberschussrechnungen (Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen in Verbindung mit Plan-Bilanzen), die auf periodisierten Größen beruhen. Da diese nicht unmittelbar den relevanten Zufluss an die Kapitalgeber hervorbringen, sind ergänzende Finanzbedarfsrechnungen zu erstellen, die aufzeigen, inwieweit erwirtschaftete Mittel im Unternehmen für Investitionen zu binden sind oder ausgeschüttet werden können.¹⁵³ Die DCF-Methoden hingegen fokussieren zunächst auf die Zahlungsströme zwischen Unternehmen und Umwelt (Cash Flows). Diese müssen im Hinblick

¹⁴⁹ Vgl. *Münstermann* (1966), S. 29-40; *Jaensch* (1966), S. 24-26; *Moxter* (1983), S. 79-81; *Schultze* (2001), S. 329-332; *Hering* (1999), S. 103-105; *Henselmann* (1999), S. 78-80 und *Hachmeister* (1999), S. 59-61.

¹⁵⁰ Vgl. *Moxter* (1983), S. 79; *Siepe* (2002), S. 27 und *Schultze* (2001), S. 329f.

¹⁵¹ Vgl. *Peemöller/Kunowski* (2001), S. 207 und *Siepe* (2002), S. 27.

¹⁵² Vgl. bereits *Münstermann* (1966), S. 47 sowie *Schwetzer* (1998a), S. 696-705; *Drukarczyk* (2001), S. 140-142 und *Siepe* (2002), S. 28.

¹⁵³ Vgl. *Siepe* (2002), S. 29f. und *Schultze* (2001), S. 333f.

auf Investitionserfordernisse und gesellschaftsrechtliche Ausschüttungsgrenzen modifiziert werden, um einen ausschüttbaren, freien Cash Flow zu erhalten.

Bei der Definition des bewertungsrelevanten Überschusses sind zukünftige Investitionen, die Finanzierung sowie die Ausschüttungen - der Zielgesellschaft an die Muttergesellschaft und von dieser an die Anteilseigner - zu berücksichtigen. Zu unterstellen ist stets ein „Durchschütten“ der Ausschüttungen - unabhängig von zwischengeschalteten Konzerngesellschaften im mehrstufigen Konzern - bis zum letzten Anteilseigner in der Gesellschafterkette in der Form einer natürlichen Person.¹⁵⁴ Bewertungsrelevant ist demnach, in welcher Höhe die Ausschüttungen des Käuferunternehmens an die Anteilseigner durch den Kauf des Unternehmens im Vergleich zum Unterlassen des Kaufs beeinflusst werden (Differenzbetrachtung).¹⁵⁵ Dies kann insbesondere im mehrstufigen Konzern eine umfassende gesellschafts- und steuerrechtliche Betrachtung der einerseits rechtlich möglichen, andererseits im Hinblick auf die Finanzierungsstruktur des Unternehmens erwünschten Ausschüttungspolitik notwendig werden lassen. Schließlich ist die persönliche Einkommensteuer des oder der Anteilseigner in Abzug zu bringen.

Gegenstand der Betrachtung ist daher nicht isoliert die Zielgesellschaft, sondern die Zielgesellschaft als Bestandteil des Käuferunternehmens sowie dessen Beziehungen zu den Anteilseignern. Dieser Perspektive hat auch die Due Diligence Rechnung zu tragen, gleichwohl können nicht sämtliche dieser Beziehungen Gegenstand der Due Diligence sein. Vielmehr ist im Rahmen der Due Diligence zu prüfen, inwieweit in der Vergangenheit getroffene Entscheidungen des Managements bzw. der Eigentümer der Zielgesellschaft und der aktuelle Status der Zielgesellschaft eine von dem Käufer festzulegende Kapitalstruktur und Ausschüttungspolitik ermöglichen respektive beschränken.

4.2.2.2 Planung der Überschüsse

Aufgrund der Zukunftsbezogenheit der Bewertung sind der Berechnung des Ertragswertes zu planende und prognostizierende Überschüsse zugrunde zu

¹⁵⁴ Vgl. *Hötzel/Beckmann* (2000), S. 697.

¹⁵⁵ Zur Abgrenzung der Bewertungseinheit bei der Bewertung einer Akquisition im Rahmen der Gesamtstrategie eines Konzerns vgl. *Meichelbeck* (1997), S. 55-57.

legen. Da diese naturgemäß unsicher sind, stellt sich die Frage, wie die Unsicherheit bei der Planung und Prognose zu berücksichtigen ist. Vor der Beschäftigung mit der Geschäftstätigkeit und der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens muss daher eine Entscheidung über das Verfahren getroffen werden, das alternativ denkbare Zukunftslagen und aus diesen abgeleitete Überschussprognosen in der Unternehmensplanung abbildet. Diese Verfahrensauswahl hat einerseits der Mehrwertigkeit der Zukunftsentwicklungen und andererseits den begrenzten Informationsbeschaffungs- und -auswertungsmöglichkeiten Rechnung zu tragen. M.a.W. ist ein Grad an Komplexitätsreduktion anzustreben, der die mit unterschiedlichen Zukunftslagen verbundenen Chancen und Risiken transparent macht, jedoch gleichzeitig beim Bewerter nicht das Gefühl weckt, „dem vorgegebenen Bewertungskalkül zuliebe mehr aussagen zu müssen, als man eigentlich weiß“¹⁵⁶. Abbildung 11 gibt einen Überblick über Verfahren zur Abbildung der Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Überschüsse.

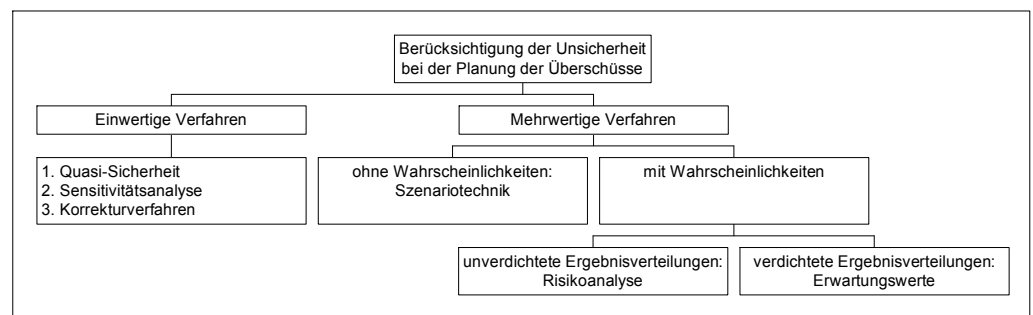


Abbildung 11: Berücksichtigung der Unsicherheit bei der Planung der Überschüsse¹⁵⁷

Den höchsten Grad an Komplexitätsreduktion und zugleich die naivste Variante des Umgangs mit der Unsicherheit der Zukunft stellen einwertige Verfahren dar, bei denen für den Überschuss bzw. für die diesen Überschuss bestimmenden Einflussfaktoren lediglich ein Wert angesetzt und damit eine Quasi-Sicherheit unterstellt wird. Die Bandbreite möglicher Zukunftsentwicklungen

¹⁵⁶ Bretzke (1988), S. 817.

¹⁵⁷ Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Henselmann (1999), S. 57.

wird auf einen Punktwert verdichtet und damit eine Scheingenauigkeit¹⁵⁸ vorge-
täuscht, die die Unsicherheit in diesem einen Punktwert verdeckt.¹⁵⁹

Als Varianten einwertiger Verfahren kommen die Sensitivitätsanalyse sowie
Korrekturverfahren in Betracht: Während bei der Sensitivitätsanalyse die Wer-
te einzelner Einflussfaktoren in positiver und negativer Richtung variiert wer-
den, um so bspw. kritische Werte für die Überschussgröße zu bestimmen, wer-
den bei den Korrekturverfahren in pauschaler Weise die Werte der Einflussfak-
toren oder unmittelbar der Überschussgröße in pessimistischer Richtung korri-
giert.¹⁶⁰ Letzteres Verfahren ist insbesondere deshalb kritisch anzusehen und
abzulehnen, da hierbei Planung/Prognose der Überschussgröße und Berück-
sichtigung der Risikopräferenz des Bewertungssubjekts miteinander vermischt
werden. Zudem verstößt die einseitige Annahme pessimistischer Zukunftslagen
gegen die Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips für die Unternehmensbewertung.¹⁶¹
Zusammenfassend kann demnach konstatiert werden, dass einwertige
Verfahren nicht geeignet sind, die Unsicherheit der zukünftigen Unter-
nehmensentwicklung transparent zu machen und damit auch keine Grundlage
für die weitere Berücksichtigung der Risikopräferenz in Abhängigkeit der Ri-
siko- und Chancenverteilung des Unternehmens darstellen können.¹⁶²

Unter die mehrwertigen Verfahren können die Szenariotechnik, die Risikoana-
lyse sowie das Rechnen mit Erwartungswerten subsumiert werden.¹⁶³ Bei der
Szenariotechnik werden die Werte der Einflussfaktoren bei alternativen Rah-
menbedingungen (Zukunftslagen) prognostiziert und daraus resultierende Ü-
berschüsse abgeleitet.¹⁶⁴ Als Ergebnis erhält man Werte der Überschussgröße
für bspw. ein Best-Case-, Most-Likely- und Worst-Case-Szenario. Die Band-
breite möglicher Überschüsse in der Zukunft wird damit durch Angabe einer

¹⁵⁸ Nach *Moxter* wird durch einwertige Ertragsprognosen Wissen über die Zukunft fingiert,
„Wahrsagern nicht unähnlich“, *Moxter* (1983), S. 116.

¹⁵⁹ Vgl. *Ballwieser* (1995), Sp. 1870.

¹⁶⁰ Vgl. *Henselmann* (1999), S. 58-60; *Janschek* (1989), S. 111-114 und *Helbling* (2002),
S. 740.

¹⁶¹ Vgl. *Siepe* (2002), S. 51f.; *Neumann* (2000), S. 260 und *Korth* (1992), S. 9.

¹⁶² Einwertige Verfahren verstoßen gegen das Mehrwertigkeitsprinzip der Unternehmensbewertung,
vgl. *Moxter* (1983), S. 116 und 118. Vgl. auch *Ballwieser* (1993), S. 155.

¹⁶³ Vgl. *Henselmann* (1999), S. 57 und 61-65.

¹⁶⁴ Vgl. *Hansmann* (1995), S. 272; *Henselmann* (1999), S. 61f.; *Scherm* (1992), S. 96 und *Rock-
holtz* (2002), S. 205f.

oberen und einer unteren Begrenzung beschrieben. Eine genauere Explikation der Struktur der Überschussverteilung in Abhängigkeit der Wahrscheinlichkeiten für alternative Überschüsse innerhalb dieser Grenzen erfolgt bei der Szenariotechnik jedoch nicht.

Dies erfolgt im Rahmen der Risikoanalyse¹⁶⁵, bspw. in Form der Monte-Carlo-Simulation oder mit Hilfe von Zustandsbäumen: Auf der Basis von für jede Periode festzulegenden, alternativ möglichen Überschüssen und mit diesen verbundenen Eintrittswahrscheinlichkeiten wird ein Risikoprofil aufgebaut, welches angibt, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein bestimmter Gesamtwert jeweils über- respektive unterschritten wird. Dieses Risikoprofil stellt zwar eine Verdichtung dar, berücksichtigt in dieser Verdichtung jedoch sämtliche Vorinformationen über die Höhe und Wahrscheinlichkeiten der Überschüsse in den einzelnen Perioden.

Bei dem Rechnen mit Erwartungswerten hingegen geht ein Teil dieser Informationen verloren, wenn für jede Periode ein - mit den Eintrittswahrscheinlichkeiten der einzelnen Überschüsse gewichteter - mathematischer Mittelwert der Überschüsse gebildet und der weiteren Berechnung des Unternehmenswertes zugrunde gelegt wird.

Neben der Frage, in welchem Umfang mehrwertige Erwartungen im Rahmen der Planung der zukünftigen Überschüsse transparent gemacht und schließlich verdichtet werden, ist von Bedeutung, mit Hilfe welcher Verfahren der Bewerter an die Werte der Einflussfaktoren und die damit verbundenen Überschüsse gelangt. Die Anwendung von Planungs- und Prognoseverfahren bei der Unternehmensbewertung muss in Abhängigkeit des betrachteten Unternehmens und der Stabilität der Branche sowie unter Berücksichtigung der zeitlichen und informatorischen Engpässe erfolgen. Zu den mathematisch-statistischen Verfahren gehören die Zeitreihen- und die Regressionsanalyse; qualitativ-intuitive Verfahren sind bspw. die Analogieschlussmethode und die Szenariotechnik (vgl. hierzu oben).¹⁶⁶ Diese Verfahren sind kontextabhängig einzusetzen, wie dies in Abbildung 12 dargestellt wird. Bei einem seit langem am Markt und in

¹⁶⁵ Vgl. hierzu *Coenenberg* (1970), S. 798-803; *Behringer* (1999), S. 732f.; *Siegel* (1991), S. 627-633 und *Mandl/Rabel* (1997), S. 222-225.

¹⁶⁶ Vgl. *Hayn* (2000), S. 293-393.

einer stabilen Branche agierenden Unternehmen kann eine Vergangenheitsanalyse und eine hierauf aufbauende Zeitreihenfortschreibung unter Umständen gerechtfertigt sein, sofern die Geschäftstätigkeit gemäß bisheriger Strategie weitergeführt werden soll und keine Änderungen in der strategischen Ausrichtung geplant sind. Handelt es sich hingegen - am anderen Ende des Spektrums - um ein junges Unternehmen in einer jungen oder instabilen Branche, ist eine originäre Planung unter weitgehendem Verzicht auf historische Daten durchzuführen.

	Reifes Unternehmen	Junges Unternehmen
Stabile Branche	Vergangenheitsanalyse (Zeitreihenanalyse)	Benchmarking (Analogieschlussmethode)
Instabile Branche	Einflussfaktorenanalyse (Regressionsanalyse)	Planung (Szenariotechnik)

Abbildung 12: Einsatz von Planungs- und Prognoseverfahren nach Branche und Unternehmen

4.2.3 Kalkulationszinssatz

Die Berechnung des Ertragswertes als Partialmodell erfolgt durch einen Vergleich des zu kaufenden Unternehmens mit der besten verdrängten Handlungsalternative im Wege der Diskontierung der zu prognostizierenden Überschüsse mit einem Kalkulationszinssatz. Der Kalkulationszinssatz stellt dabei die erwartete Rendite der optimalen Alternativinvestition dar (Grenzrendite). Andere Möglichkeiten zur Bestimmung des Kalkulationszinssatzes stellen die Anknüpfung an den Zinssatz langfristiger Kapitalmarktanlagen (bei Eigenfinanzierung) bzw. den langfristigen Darlehenszins (bei Fremdfinanzierung), die durchschnittliche Rendite branchengleicher Unternehmen oder die durchschnittliche Aktienrendite dar.¹⁶⁷

Je weiter der Käufer von der Grenzrendite seines persönlichen Anlagespektrums in Richtung weiter gehender Typisierungen des Kalkulationszinssatzes in Form von allgemein (am Markt) beobachtbaren Renditen abweicht, desto mehr wird das Prinzip der subjektiven - am individuellen Investor orientierten - Ent-

¹⁶⁷ Vgl. Siepe (2002), S. 102 und Münstermann (1966), S. 67-72.

scheidungswernermittlung verletzt. Der Grund, warum dennoch vielfach als Ausgangspunkt der Ermittlung des Kalkulationszinssatzes auf einen quasi-risikolosen Basiszinssatz zurückgegriffen wird, liegt in folgender Überlegung: Im Rahmen der Herstellung der Unsicherheitsäquivalenz von zu bewertendem Unternehmen und Alternativanlage müssen beide Investitionen die gleiche Risikostruktur aufweisen. Wählt der Bewerter nun zunächst die Grenzrendite, ist zu untersuchen, inwieweit die diese Grenzrendite repräsentierende Investition dem Kauf des Unternehmens in ihrer Risikostruktur äquivalent ist oder aber die Grenzrendite durch Risikozuschläge oder -abschläge zu modifizieren ist, um einer Risikostrukturdifferenz zwischen Grenzinvestition und zu bewertendem Unternehmen Rechnung zu tragen. In diesem Fall kann jedoch direkt auf dem quasi-risikolosen Bezugspunkt des Basiszinses aufgesetzt werden und ein einziger Risikozuschlag gewählt werden, der das gesamte gegenüber der sicheren Anlage höhere Risiko repräsentiert.

Im Hinblick auf die Definition des methodenspezifischen Kalkulationszinssatzes k liegen die Unterschiede zwischen Ertragswertmethode und den DCF-Methoden nicht allein in dessen Herleitung, sondern auch in der Bewertungskonzeption begründet. Die Gemeinsamkeit beschränkt sich hier auf die Aufgabe des Kalkulationszinssatzes, die Opportunität im Sinne der alternativen Geldverwendungsmöglichkeit des Investors unter Berücksichtigung der Risikoäquivalenz von Unternehmen und Opportunität in den Bewertungskalkül zu integrieren. Die Grundstruktur für beide Verfahren kann bei Anwendung der Risikozuschlagsmethode formuliert werden als

$$k = i + z,$$

wobei i den Basiszinssatz als Rendite einer quasi-risikolosen Anlage in festverzinsliche Wertpapiere höchster Bonität darstellt und z einen Zuschlag zur Berücksichtigung des gegenüber der risikolosen Anlage höheren Unternehmensrisikos verkörpert (Beachtung des Äquivalenzprinzips). Relevant für die Höhe des Risikozuschlags ist das Risiko des operativen Geschäfts (Investitions- und Betriebsrisiko) sowie das Kapitalstrukturrisiko (Finanzierungsrisiko).

Risikolose Zinssätze sind in der Realität nicht beobachtbar. Als Approximation wird die Umlaufrendite verzinslicher Wertpapiere höchster Bonität herangezogen. Anleihen der öffentlichen Hand mit einer Restlaufzeit von zehn und mehr

Jahren finden hier üblicherweise Verwendung.¹⁶⁸ Diese sind in einfacher Weise aus öffentlichen Publikationen zu gewinnen.¹⁶⁹ Laufzeitäquivalenz der – unendlich anhaltenden - Investition in ein Unternehmen und Investition in risikolose Titel würde entsprechend Anleihen unendlicher Laufzeit erfordern, die allerdings nicht verfügbar sind.

4.2.4 Berücksichtigung des Risikos

Die Definition und Messung des Risikos eines Unternehmenserwerbs als Folge der Unsicherheit der zukünftigen Überschüsse aus dem Unternehmen im Vergleich zu den Erträgen aus der Alternativinvestition stellt eines der schwierigsten und entscheidenden Probleme der Unternehmensbewertung dar.¹⁷⁰ Hierbei können die Ebene der Informationsbeschaffung und die Ebene der methodischen Berücksichtigung des Risikos im Bewertungskalkül unterschieden werden.¹⁷¹ Auf der ersten Ebene ist im Rahmen der Informationsbeschaffung eine Beurteilung des dem Unternehmen inhärenten Risikos vorzunehmen. Da der Umfang der Informationsbeschaffung zu den beeinflussbaren Variablen einer Bewertungssituation zählt, ist auch das Ausmaß des Risikos vom Informationsstand des Käufers abhängig.¹⁷² Die Beschaffung zusätzlicher Informationen über das Unternehmen kann mithin als Strategie der Risikoverringerung angesehen werden.¹⁷³ Dieser Aspekt bleibt in den Abhandlungen zur Unternehmensbewertung zumeist unberücksichtigt, da in der Regel von einem gegebenen Informationsstand des Bewerter und einer gegebenen Überschussverteilung ausgegangen wird. Die Verbindung zur Due Diligence wird an dieser Stelle offenbar: Als Instrument der Informationsbeschaffung und -verifizierung wird eine Due Diligence gerade mit dem Ziel durchgeführt, dem Käufer einen differenzierteren Einblick in die Risikostruktur des Unternehmens zu gewähren

¹⁶⁸ Vgl. *Siepe* (2002), S. 104 sowie die Analyse der Kapitalisierungszinssätze in deutschen Verschmelzungsberichten der Jahre 1998 bis 2001 bei *Strauch* (2002).

¹⁶⁹ Vgl. die Monatsberichte der Deutsche Bundesbank, Statistischer Teil, Abschn. VII. Kapitalmarkt.

¹⁷⁰ Vgl. hierzu bspw. *Baetge/Krause* (1994), S. 433-456; *Siepe* (1986), S. 705-708; *Bretzke* (1988), S. 813-823; *Tichy* (1993), S. 141-159; *Henselmann* (1999), S. 132-161 und *Schultze* (2001), S. 145-168.

¹⁷¹ Vgl. *Mandl/Rabel* (1997), S. 212.

¹⁷² Vgl. *Bretzke* (1976), S. 155.

¹⁷³ Vgl. *Bretzke* (1977), S. 208.

und damit entweder eine sicherere Vorstellung von der Verteilung der potentiellen Überschüsse innerhalb einer angenommenen Bandbreite zu gewinnen oder aufgrund neuer Erkenntnisse die Bandbreite zu verschieben oder auszuweiten. Letzterer Fall der Ausweitung einer vorab festgelegten Bandbreite mag man nicht unbedingt mit einer Risikoverringerung assoziieren, gleichwohl trägt auch das Wissen darüber, dass auch niedrigere oder höhere Überschüsse als zuvor angenommen möglich sind, zu einer höheren „Sicherheit über die Unsicherheit“ bei.

Intensiver hat sich das Schrifttum der methodischen Berücksichtigung des Risikos gewidmet. Zur Herstellung der Unsicherheitsäquivalenz von zu bewertendem Unternehmen und Alternativenanlage stehen die Sicherheitsäquivalenzmethode und die Risikozuschlagsmethode zur Verfügung.

4.2.4.1 Sicherheitsäquivalenzmethode

Bei der Sicherheitsäquivalenzmethode werden sicherheitsäquivalente Überschüsse (Sicherheitsäquivalente, SÄ) mit dem risikolosen bzw. quasi-risikolosen Zinssatz i auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Der Unternehmenswert UW nach der Sicherheitsäquivalenzmethode wird demnach wie folgt berechnet:

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{SÄ_t}{(1+i)^t}.$$

Der sicherheitsäquivalente Überschuss stellt denjenigen Wert innerhalb der Bandbreite prognostizierter Überschüsse dar, bei dem das Risiko niedrigerer Überschüsse durch die Chance höherer Überschüsse aufgewogen wird.¹⁷⁴ Das Sicherheitsäquivalent als sicherer Überschuss stiftet dem Eigentümer (Bewertungssubjekt) den gleichen Nutzen wie die Wahrscheinlichkeitsverteilung unsicherer Überschüsse.¹⁷⁵ In welchem Verhältnis das Sicherheitsäquivalent zum Erwartungswert der Überschüsse X steht, ist von der individuellen Risikoneigung des oder der Eigentümer abhängig.¹⁷⁶

¹⁷⁴ Vgl. *Siepe* (2002), S. 70 (FN 415) und *Mandl/Rabel* (1997), S. 218.

¹⁷⁵ Vgl. *Baetge/Niemeyer/Kümmel* (2001), S. 287; *Siegel* (1991), S. 625 und *Schultze* (2001), S. 148.

¹⁷⁶ Vgl. *Schultze* (2001), S. 147f. und *Mandl/Rabel* (1997), S. 219f.

- Risikoaverse Bewertungssubjekte ziehen sichere Anlagen unsicheren Anlagen vor. Das Sicherheitsäquivalent liegt demnach unter dem Erwartungswert der unsicheren Überschussverteilung: $S\ddot{A} < X$.
- Risikoneutrale Bewertungssubjekte sind indifferent gegenüber Anlagen unterschiedlichen Risikos. In diesem Fall stimmen Sicherheitsäquivalent und Erwartungswert der Überschüsse überein: $S\ddot{A} = X$.
- Risikofreudige Bewertungssubjekte präferieren unsichere Anlagen gegenüber weniger unsicheren Anlagen. Daher liegt das Sicherheitsäquivalent über dem Erwartungswert der Überschüsse: $S\ddot{A} > X$.

Das Problem der Berechnung des Unternehmenswertes mit Hilfe von Sicherheitsäquivalenten liegt darin, dass hierfür die individuelle Risikonutzenfunktion des oder der Eigentümer notwendig ist oder die Sicherheitsäquivalente im Wege der Befragung ermittelt werden müssen.¹⁷⁷ Während dies bereits bei der Orientierung an einem einzigen Individuum scheitern kann, wird es im Falle einer Gruppe von Eigentümern und der notwendigen Verdichtung der individuellen Risikonutzenfunktionen zu einer Gesamtnutzenfunktion nahezu unmöglich, zumal wenn der Bewerter in seiner Funktion als für die Eigentümer handelnder Manager die Eigentümer nicht kennt.¹⁷⁸ Diese Probleme stellen sich bei der Risikozuschlagsmethode in gleicher Weise, sofern von einem individualistischen Ansatz ausgegangen und nicht auf eine marktorientierte Bestimmung des Risikozuschlags zurückgegriffen wird. Gleichwohl wird der Risikozuschlagsmethode in der Bewertungspraxis der Vorrang eingeräumt.¹⁷⁹

4.2.4.2 Risikozuschlagsmethode

Die Berechnung des Unternehmenswertes nach der Risikozuschlagsmethode erfolgt durch Diskontierung der Erwartungswerte der periodenspezifischen Überschüsse X_t mit einem Kalkulationszinssatz $k = i + z$:

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1 + (i + z))^t}.$$

¹⁷⁷ Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 219f.; Kürsten (2002), S. 129; Schwetzler (1998b), S. 5; Siegel (1994b), S. 466 und Siegel (1991), S. 625.

¹⁷⁸ Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel (2001), S. 288.

¹⁷⁹ Vgl. Siepe (2002), S. 70, 71.

Bei theoretisch konsistenter Ableitung des Risikozuschlags aus den Risikopräferenzen der Bewertungssubjekte stimmen Sicherheitsäquivalenz- und Risikozuschlagsmethode überein.¹⁸⁰

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+(i+z))^t} = \sum_{t=1}^n \frac{S\ddot{A}_t}{(1+i)^t}.$$

Aus dieser Beziehung lassen sich im Falle konstanter Überschüsse für alle Perioden (Rentenmodell) bei Kenntnis des Sicherheitsäquivalents Risikozuschläge ableiten bzw. plausibilisieren.¹⁸¹ Da jedoch bei Kenntnis des Sicherheitsäquivalents der Unternehmenswert feststeht, sind Risikozuschläge insoweit überflüssig.¹⁸² Die ungelösten Probleme der Bestimmung der Risikoneigung des oder der Bewertungssubjekte und die Ableitung der Risikonutzenfunktion gelten demnach auch für die Risikozuschlagsmethode. Die vermeintliche Vorteil der Risikozuschlagsmethode liegt vielmehr in einer vereinfachten - im Sinne von pauschalierten - Berücksichtigung des Risikos. Die erste Vereinfachung liegt darin, dass regelmäßig von risikoaversen Bewertungssubjekten ausgegangen wird und damit $z > 0$ gilt.

Der Risikozuschlag gibt an, um welchen Prozentsatz die Überschüsse aus dem Unternehmen höher sein müssen als aus der risikolosen Alternativanlage und steht demnach für einen Saldo aus Chancen und Risiken mit einem vermuteten Überhang an Risiken des Unternehmens.¹⁸³ Bei dem Versuch einer näheren Operationalisierung des Risikozuschlags gehen die Meinungen in der Literatur auseinander und bleiben oftmals vage.

Nach den Grundsätzen des IDW zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung der Stellungnahme HFA 2/1983 sollten spezielle Chancen und Risiken in der Planung der Zukunftserfolge berücksichtigt und generelle Unternehmerchancen und -risiken in den Risikozuschlag einbezogen wer-

¹⁸⁰ Vgl. *Ballwieser* (1995), Sp. 1873 und *Schwetzer* (1998), S. 7.

¹⁸¹ *Ballwieser* leitet aus Risikozuschlägen und den hierüber berechneten Unternehmenswerten Sicherheitsäquivalente ab. Auf diese Weise können Extremwerte für den Risikozuschlag ausgeschlossen werden, wenn das Sicherheitsäquivalent außerhalb der Bandbreite der Überschussverteilung liegt. Eine „schon pathologische Risikoscheu“ (*Ballwieser* (1981), S. 104) sei gegeben, wenn das Sicherheitsäquivalent unter dem niedrigsten angenommenen Überschuss liegt. Vgl. *Ballwieser* (1981), S. 102-105.

¹⁸² Vgl. *Ballwieser* (1981), S. 102; *Ballwieser* (1995), Sp. 1872 und *Schultze* (2001), S. 150.

¹⁸³ Vgl. *Tichy* (1993), S. 145, 146.

den.¹⁸⁴ Dabei sind unter speziellen Chancen und Risiken quantifizierbare Unsicherheitsfaktoren (Konkurrenzsituation, Managementqualifikation, besondere Einkaufs- oder Absatzverträge, Finanzierungsverhältnisse) und unter generellen Unternehmerrisiken Unwägbarkeiten bspw. in Form von unabsehbaren konjunkturellen Entwicklungen, Brancheneinflüssen, politischen Ereignissen und Naturkatastrophen zu verstehen.¹⁸⁵ Aufgrund der Problematik einer eindeutigen Abgrenzung geht das IDW nunmehr im Standard S 1 von einer Berücksichtigung des gesamten Unternehmerrisikos (sowohl spezieller als auch genereller Art) im Risikozuschlag aus.¹⁸⁶ Die Quantifizierung des Risikozuschlags stellt *Siepe* letztlich mehr oder weniger in das Ermessen des Bewerter: „Der Risikozuschlag ist .. markt- und branchenbezogen unter Einbeziehung der individuellen Risikosituation des zu bewertenden Unternehmens nach dem Unsicherheitsgrad der prognostizierten Zukunftserfolge (Schwankungsbreiten, unvorhersehbare Entwicklungen) im Vergleich zur Alternativrendite aus öffentlichen Anlagen zu bemessen.“¹⁸⁷ Zugleich wird darauf verwiesen, dass empirisch ermittelte und marktmäßig objektivierte Risikoprämien dem Bewerter als Anhaltspunkt dienen können.¹⁸⁸ Letzterer Vorschlag wird nicht an dieser Stelle diskutiert, sondern für die Diskussion im Rahmen der DCF-Methoden reserviert.

Soweit die Begründung für die Aufgabe der Trennung in spezielle und generelle Unternehmerrisiken (Problematik der Abgrenzung) noch nachvollziehbar erscheint, ist dem Bewerter damit gleichwohl keine Hilfestellung gegeben.¹⁸⁹ Nach *Ballwieser* lässt sich mit der Vagheit des allgemeinen Unternehmerrisikos „alles (und nichts) rechtfertigen“¹⁹⁰. Fraglich erscheint überdies insbesondere, wie - nach einhelliger Auffassung geforderte -¹⁹¹ mehrwertige Planungen der Überschüsse zu erstellen sind, wenn in diesen keine speziellen Risiken und

¹⁸⁴ Vgl. *IDW* (1983), S. 472; *Siepe* (1986), S. 705 und *Mandl/Rabel* (1997), S. 214.

¹⁸⁵ Vgl. *Siepe* (1998), S. 327 und *Auer* (1994), S. 235.

¹⁸⁶ Vgl. *IDW* (2000a), S. 834.

¹⁸⁷ *Siepe* (2002), S. 106.

¹⁸⁸ Vgl. *IDW* (2000a), S. 834 und *Siepe* (2002), S. 72.

¹⁸⁹ Vgl. *Henselmann* (1999), S. 138.

¹⁹⁰ *Ballwieser* (1992), S. 160.

¹⁹¹ Vgl. hierzu Abschnitt 4.2.2.2.

Chancen zu veranschlagen sind.¹⁹² Das Wesen mehrwertiger Planungen besteht ja gerade darin, optimistische und pessimistische Annahmen bzgl. wertbestimmender Variablen zu setzen und hieraus Bandbreiten zukünftiger Überschüsse abzuleiten. In diese Annahmen müssen daher zwangsläufig spezielle Risiken und Chancen oben genannter Art eingehen. Der Erwartungswert der Überschüsse stellt dann eine Verdichtung der Überschussverteilung dar und beinhaltet mit speziellen Risiken und Chancen behaftete Überschüsse. Warum nun das Wissen über die Bandbreite der Überschüsse vernachlässigt und die speziellen Chancen und Risiken wieder im Kalkulationszinssatz auftauchen, überzeugt nicht.

Eine explizite und operationale Risikobewertung unter Nutzung - zumindest eines Teils - der Informationen aus einer Überschussverteilung schlägt *Ballwieser* mit dem Konzept der Risiko-Linearisierung vor.¹⁹³ Ausgehend von der Überlegung, dass eine größere Bandbreite ein größeres Risiko impliziert, wird der Risikozuschlag auf pragmatische Weise aus der Differenz zwischen dem Erwartungswert der Überschüsse X und dem mindestens zu erzielenden Überschuss M abgeleitet:

$$z = \frac{X - M}{X} \cdot i.$$

Abgesehen von dem Mangel, dass hierbei nur die negative Abweichung vom Erwartungswert berücksichtigt wird (Downside Risk)¹⁹⁴, bietet diese Vorgehensweise den Vorteil, dass bei Fehlen einer Risikonutzenfunktion ein plausibler Risikozuschlag bei Risikoaversion berechnet wird, der zudem den maximalen Risikozuschlag - abgeleitet über das kleinstmögliche Sicherheitsäquivalent - nicht überschreitet.¹⁹⁵

4.2.5 Ergebnis

Die Anwendung der Ertragswertmethode zur Unternehmensbewertung verlangt vom Bewerter aufgrund des individualistischen Ansatzes auf verschiedenen

¹⁹² Kritisch hierzu auch *Schultze* (2001), S. 357.

¹⁹³ Vgl. *Ballwieser* (1993), S. 160f.; *Drukarczyk* (2001), S. 341f.; *Drukarczyk/Richter* (1996), S. 22f. und *Henselmann* (1999), S. 138f.

¹⁹⁴ Vgl. *Henselmann* (1999), S. 139, insb. FN 418.

Ebenen Festlegungen hinsichtlich der konkreten Verfahrenswahl sowie Entscheidungen über Art und Umfang der Informationsbeschaffung. Ausgehend vom theoretischen Ideal eines unternehmensweiten Totalmodells erfolgen auf diesen Ebenen Komplexitätsreduktionen aufgrund zeitlicher, informatorischer und - zum Teil hieraus folgend - wirtschaftlicher Restriktionen. Diese Modellvereinfachungen sind zulässig, sofern sie keine Änderung in der Vorteilhaftigkeitsbeurteilung des Unternehmenskaufs hervorrufen. Im Einzelnen gilt:

- Bewertungsrelevant sind die den Anteilseignern für den Konsum frei zur Verfügung stehenden Einnahmen aus dem Unternehmen. Handelsrechtlich ausgewiesene Bilanzgewinne müssen demnach zur Ausschüttung vorgesehen und liquide vorhanden sein. Auf der Ebene des Ausschüttungsempfängers ist die persönliche Einkommensteuerbelastung in Abzug zu bringen. Typisierungen sind hierbei an mehreren Stellen erforderlich und überwiegend gerechtfertigt, insbesondere bei der Bemessung des persönlichen Einkommensteuersatzes des Anteilseigners. Der Käufer sollte jedoch eine möglichst quantifizierte Vorstellung von der Sensitivität von Typisierungen auf das Bewertungsergebnis haben.¹⁹⁶
- Weitere Typisierungen sind hinsichtlich der Vergleichbarkeit von Unternehmenskauf und Alternativanlage (Opportunität) erforderlich. Vermieden sollte gleichwohl insbesondere eine Doppel- oder Nichterfassung von Risiken. Die im Rahmen der Planung und Prognose gewonnenen Informationen über erwartete Überschussverteilungen sollten dabei so weit wie möglich genutzt und nicht im Bewertungskalkül durch pauschale Abschläge (im Zähler) oder Zuschläge (im Nenner) ersetzt werden.

Bei der Ableitung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence wird auf einen Aspekt zurückzukommen sein, der in der Unternehmensbewertung eine untergeordnete Beachtung findet: Die Wechselwirkung zwischen Informationsbeschaffung und -auswertung einerseits und Risikobemessung andererseits, sowie die Vermeidung von Informationsrisiken, die sich bei der Akquisitionserfolgskontrolle als Ex-post-Überraschungen offenbaren.

¹⁹⁵ Vgl. *Ballwieser* (1993), S. 161; *Drukarczyk* (2001), S. 342 und *Henselmann* (1999), S. 139.

¹⁹⁶ Vgl. für den Einfluss des Steuersatzes des Anteilseigners auf den Unternehmenswert *Strauch* (2002) und *Strauch/Wilke* (2003).

4.3 Discounted-Cash-Flow-Methoden

4.3.1 Konzeption der Discounted-Cash-Flow-Methoden

Im Zuge der Wiederbelebung des Postulats der im Interesse der Eigentümer zu führenden Unternehmung (Ausrichtung der Unternehmenspolitik am Marktwert des Eigenkapitals - Shareholder Value -) und dessen operationale Fundamentierung durch die Kapitalmarkt- und Finanzierungstheorie bekommt seit Anfang der 1990er Jahre die in Deutschland traditionell angewandte Ertragswertmethode zunehmend Konkurrenz durch die im angelsächsischen Raum im Vordergrund stehenden Discounted-Cash-Flow-Methoden (DCF-Methoden). Empirische Untersuchungen zeigen eine mittlerweile größere Verbreitung der DCF-Methoden auch in Deutschland.¹⁹⁷ Die DCF-Methoden sind konzeptionell nicht auf die Berechnung subjektiver Entscheidungswerte ausgerichtet, sondern stellen einen marktmäßig objektivierten Ansatz dar und besitzen ihre Ursprünge in der Kapitalmarkttheorie (kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung).¹⁹⁸ Berechnet wird der potentielle, marktmäßig objektiverte Preis eines unsicheren Zahlungsstroms zwischen dem Unternehmen und seinen Anteilseignern. Ergebnis ist ein über angenommene Arbitrageprozesse entstandener Gleichgewichtspreis eines Anteils an einem Unternehmen. Dieser Gleichgewichtspreis entspricht dem Entscheidungswert aller Marktteilnehmer unter den Prämissen eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes, welche in der Realität indessen nicht erfüllt sind. Am Ende des Prozesses, der zum Gleichgewicht führt, stimmen Wert und Preis für die Marktteilnehmer überein.¹⁹⁹ Hintergrund dieser Bewertungskonzeption sind die Theoreme von *Modigliani* und *Miller* über die arbitragefreie Bewertung von Unternehmen.²⁰⁰

Die konzeptionellen Unterschiede zwischen den investitionstheoretisch fundierten Ertragswertmethoden und den kapitalmarktfundierten DCF-Methoden werden im Zusammenhang mit den Komponenten der Bewertungskalküle und

¹⁹⁷ Vgl. *Peemöller/Kunowski/Hillers* (1999), S. 622; *Pellens/Rockholtz/Stienemann* (1997), S. 1935.

¹⁹⁸ Vgl. *Hering* (1999), S. 145-169; *Schildbach* (1998), S. 305f.; *Suckut* (1992), S. 21-23; *Leuner* (1998), S. 26; *Mandl/Rabel* (1997), S. 283f. und *Jakubowicz* (2000), S. 7-15.

¹⁹⁹ Vgl. *Hering* (1999), S. 100.

²⁰⁰ Vgl. *Schultze* (2001), S. 207-209; *Drukarczyk* (2001), S. 178-184 und *Moxter* (1970), S. 128-155.

den Bedingungen für die Äquivalenz der Bewertungsergebnisse oftmals vernachlässigt. Nach IDW S 1 werden Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren als Alternativen zur Unternehmenswertermittlung anerkannt.²⁰¹ Dies ist im Hinblick auf die formale Übereinstimmung der Bewertungsergebnisse berechtigt: Sofern äquivalente Prämissen gesetzt werden, lässt sich die Ertragswertmethode vollständig in die Equity-Variante der DCF-Methoden überführen. Da zudem - wie weiter unten noch gezeigt wird - sämtliche Varianten der DCF-Methoden identische Unternehmenswerte bei identischen Prämissen liefern, kann auf der formal-mathematischen Ebene die Entscheidung über die Wahl der Bewertungsmethode anhand der zur Verfügung stehenden Informationen über die Werte der relevanten Inputfaktoren getroffen werden. Die parallele Berechnung des Unternehmenswertes sowohl mit der Ertragswert- als auch mit den DCF-Methoden dient in diesem Fall der Prüfung der korrekten Berechnung. Gleichwohl sollte sich der Bewerter die Bewertungsprämissen der jeweiligen Ansätze bei der Auswahlentscheidung über die anzuwendende Bewertungsmethode vergegenwärtigen.

4.3.2 Cash Flows als relevante Überschüsse

DCF-Methoden verwenden als Überschüsse Cash Flows zwischen dem Unternehmen und den Kapitalgebern.²⁰² Sofern direkt der Marktwert des Eigenkapitals durch den Equity-Ansatz²⁰³ berechnet wird, handelt es sich um Cash Flows an die Anteilseigner. Diesbezüglich können bei konsistenter Vorgehensweise keine Unterschiede zwischen Ertragswertmethode und DCF-Methode bestehen.²⁰⁴ Bewertungsrelevant sind die tatsächlich in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangenden Zahlungen abzüglich der vom Eigentümer zu entrichtenden Einkommensteuern auf diese Zahlungen.

Wird der Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) über den Abzug des Wertes des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert berechnet, wie

²⁰¹ Vgl. *IDW* (2000a), S. 826.

²⁰² Vgl. hierzu ausführlich *Baetge/Niemeyer/Kümmel* (2001), S. 275-284; *Hachmeister* (1999), S. 94-101; *Knüsel* (1994), S. 105-152; *Zitzelsberger* (2000), S. 52-62; *Sieben* (1995), S. 722-725; *Schmidt* (1995), S. 1092-1096 und *Ballwieser* (1993), S. 164.

²⁰³ Vgl. hierzu Abschnitt 4.3.4.2.

²⁰⁴ Vgl. Abschnitt 4.2.2.1.

dies beim APV- und beim WACC-Ansatz der Fall ist, ist der Berechnung zunächst der an die Eigen- und Fremdkapitalgeber fließende Cash Flow zugrunde zu legen. Dieser Cash Flow setzt sich aus den Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber (abzüglich der Einkommensteuer auf Ausschüttungen) und den Fremdkapitalzinsen (abzüglich der Einkommensteuer auf Zinsen) zusammen.

Im Ergebnis stimmen demnach die Überschüsse nach Ertragswert- und DCF-Methoden überein; beim Gesamtunternehmenswert-Ansatz ggf. erhöht um die Zinsen an die Fremdkapitalgeber nach Steuern. Die Ableitung aus dem Rechnungswesen erfordert für alle Varianten aufeinander abgestimmte Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, Plan-Bilanzen und Finanzbedarfsrechnungen. Rechtssystemspezifisch sind bei der Definition der relevanten Überschüsse handelsrechtliche Ausschüttungsrestriktionen sowie das jeweilige Steuersystem zu berücksichtigen.

Sofern auf die Unterschiede in der Planung und Prognose zukünftiger Überschüsse respektive Cash Flows Bezug genommen wird, handelt es sich um unterschiedliche Verfahrensvorschläge, die jedoch nicht zwingend mit der jeweiligen Methode in der Weise verbunden sind, dass hieraus unterschiedliche Bewertungsergebnisse resultieren könnten. Ob eine Prognose anhand einer differenzierten Analyse und Prognose von Einflussfaktoren (bei den Ertragswertmethoden) oder auf der Basis relativ pauschaler „Value Drivers“ (bei den DCF-Methoden) erfolgt, oder ob eine - im Einzelfall zu rechtfertigende - Trendextrapolation ausreichend erscheint, ist letztlich keine methodenimmante Frage.

4.3.3 Eigenkapitalkosten

Konsequenter als bei den Ertragswertmethoden wird der Weg der Ableitung des Risikozuschlags aus am Markt beobachtbaren Preisbildungsprozessen im Rahmen der DCF-Methoden verfolgt. Grundlage hierfür ist überwiegend²⁰⁵ das Capital Asset Pricing Model (CAPM), das einen linearen Zusammenhang zwischen dem einem Unternehmen inhärenten Risiko und den Renditeforderungen

²⁰⁵ Zur Arbitrage Pricing Theory (APT) als Alternative zum CAPM vgl. *Hachmeister* (1999), S. 164-171 und 225-232; *Kucher* (2000), S. 33-35 und *Schultze* (2001), S. 163-165.

der Marktteilnehmer unterstellt.²⁰⁶ Im Sinne des CAPM wird der Kalkulationszinssatz k folgendermaßen formuliert:

$$k = i + z = i + \beta \cdot (r_M - i).$$

Der Risikozuschlag z setzt sich gemäß CAPM aus einer Überrendite ($r_M - i$), die der Investor über den sicheren Zinssatz i hinaus bei einer Anlage seiner Mittel in den Gesamtmarkt anstatt in risikolose Titel erhält, und einem β -Faktor zusammen, der das individuelle Risiko beim Kauf eines bestimmten Wertpapiers vergütet.

Die Verwendung des CAPM für Zwecke der Unternehmensbewertung ist aufgrund der Prämissen des Modells und deren (fehlende) Entsprechung in der Realität, der (fehlenden) empirischen Bewährung zur Erklärung von Preisbildungsprozessen sowie der Problembereiche bei der Datenermittlung nicht unkritisch zu sehen. Eine Auswahl der Kritikpunkte sei hier angeführt.²⁰⁷

- Zum einen handelt es sich um ein theoretisches und einperiodiges Modell, dessen restriktive Prämissen an einem Nutzen für die Erklärung der Preisbildung auf realen Märkten zweifeln lassen. Empirischen Bestätigungen des CAPM war daher in der Vergangenheit auch ein relativ bescheidener, mitunter nicht vorhandener Erfolg beschieden.²⁰⁸
- Zudem ist das CAPM unmittelbar nur für einen Teil der börsennotierten Unternehmen anwendbar. Bei kleinen börsennotierten Unternehmen werden die Renditen mit dem CAPM nicht richtig wiedergegeben.²⁰⁹
- Zum anderen lassen die Freiheitsgrade bei der empirischen Messung der Parameter β , r_M und i ähnlich hohe Gestaltungsspielräume wie ein von vornherein subjektiv und plausibel gegriffener Risikozuschlag zu,²¹⁰ der

²⁰⁶ Vgl. bspw. *Baetge/Krause* (1994), S. 437-439; *Baetge/Niemeyer/Kümmel* (2001), S. 288-294; *Richter* (1999), S. 56-69; *Weber/Schiereck* (1993), S. 132-139; *Zitzelsberger* (2000), S. 124-130; *Hölscher* (1998), S. 125-130 und *Knüsel* (1994), S. 206-215.

²⁰⁷ Vgl. zur Kritik an der Eignung des CAPM für die Unternehmensbewertung umfassend *Hering* (1999), S. 119-125; *Hölscher* (1998), S. 130-137; *Schultze* (2001), S. 165-169; *Böcking/Nowak* (1998), S. 689f. und *Zitzelsberger* (2000), S. 130-134.

²⁰⁸ Vgl. *Hachmeister* (1999), S. 185-189; *Hölscher* (1998), S. 131f.

²⁰⁹ Vgl. *Baetge/Krause* (1994), S. 455 und *Peemöller* (2001), S. 1406.

²¹⁰ Vgl. *Hachmeister* (1999), S. 190-194 und *Baetge/Krause* (1994), S. 454.

dem Bewerter zudem die Möglichkeit gibt, die individuelle Risikostruktur des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen.

- Darüber hinaus wird bei Parameterschätzungen durchweg mit Vergangenheitsdaten gearbeitet und damit gegen den Grundsatz der Zukunftsbezogenheit der Bewertung verstoßen.

Den Charme, den eine transparente und objektivierte Ermittlung des Kalkulationszinssatzes sowohl aus theoretischer als auch aus praktischer Perspektive zweifellos hat, kann daher auch das CAPM kaum ausstrahlen.

Nach IDW S 1 kann sowohl beim Ertragswertverfahren zur Ermittlung des Risikozuschlags als auch beim DCF-Verfahren zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten auf das CAPM zurückgegriffen werden. Jedoch wird betont, dass eine „bloße Übernahme beobachteter Risikoprämien [ausscheidet], wenn sich das zu bewertende Unternehmen hinsichtlich seiner - ... - spezifischen Risikostruktur von den Unternehmen unterscheidet, für die Risikoprämien am Markt beobachtet worden sind“²¹¹. Die Prognoseeignung von Betafaktoren sei daher im jeweiligen Einzelfall zu würdigen.²¹²

Aufgrund der angeführten Kritikpunkten am CAPM sowie der ohnehin erforderlichen Anpassung von Betafaktoren stellt sich die Frage, welchen Beitrag „marktmäßig objektivierte“ Eigenkapitalkosten und Risikozuschläge für eine möglichst intersubjektiv nachvollziehbare Unternehmensbewertung leisten können und inwieweit dies unter Wirtschaftlichkeitsgesichtspunkten gerechtfertigt ist. Schließlich lenkt die Bestimmung von Risikoprämien am Markt und die Suche nach vergleichbaren Unternehmen den Bewerter vom eigentlich zu bewertenden Unternehmen ab.

Gegenstand der Betrachtung bei der Ableitung des Risikozuschlags bei den Ertragswertmethoden ist unmittelbar das Unternehmen und eine aus diesem abgeleitete Überschussverteilung, auf deren Grundlage eine Bemessung des Risikos möglich ist. Während eine Due Diligence hierzu einen direkten Nutzen stiften kann, sind die Wege der Informationsbeschaffung bei der Ableitung eines kapitalmarktorientierten Risikozuschlags verzweigt und gehen über die

²¹¹ IDW (2000a), S. 834.

²¹² Vgl. IDW (2000a), S. 838.

Analyse der Zielgesellschaft hinaus. Ist die Zielgesellschaft nicht börsennotiert, ist der Bewerter auf einen Rückgriff auf vergleichbare börsennotierte Unternehmen angewiesen. Dies hat zur Konsequenz, dass der Blick nicht auf die Zielgesellschaft beschränkt bleibt, sondern eine Beschäftigung mit anderen Unternehmen notwendig wird. Der Komplexitätsgrad nimmt hierdurch zu und die erhoffte exaktere Ableitung des Risikozuschlags ist zumindest zweifelhaft.

4.3.4 Varianten der Discounted-Cash-Flow-Methoden

Im Rahmen der DCF-Methoden werden alternative Vorgehensweisen aufgezeigt, die unter bestimmten Voraussetzungen zum selben Wert des Eigenkapitals führen. Es sind dies die Methode des (an die Kapitalstruktur) angepassten Barwertes (Adjusted-Present-Value-Ansatz, APV-Ansatz), die Methode der gewichteten Kapitalkosten (WACC-Ansatz) sowie der Eigenkapital-Ansatz (Equity-Ansatz).²¹³ APV- und WACC-Ansatz ermitteln den Wert des Eigenkapitals via Abzug des Wertes des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert. Der Eigenkapital-Ansatz ermittelt auf direktem Wege den Wert des Eigenkapitals und steht den Ertragswertmethoden daher die rechnerische Vorgehensweise betreffend am nächsten. Abbildung 13 zeigt die Varianten der DCF-Methode in der Gegenüberstellung.

²¹³ Vgl. *Jakubowicz* (2000), S. 191-247; *Baetge/Niemeyer/Kümmel* (2001), S. 302-312; *Richter* (1999), S. 30-36; *Drukarczyk* (2001), S. 204-325; *Drukarczyk/Honold* (1998), S. 4-8 und *Hering* (1999), S. 145-153.

DCF-Methoden		
Entity-Methode	APV-Methode	Equity-Methode
<p><u>1. Schritt:</u> Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ermittlung des entziehbaren Cash-Flows des Unternehmens bei fingierter Eigenfinanzierung - Diskontierung mit gewogenen Kapitalkosten (wacc) <p><u>2. Schritt:</u> Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals, indem der Gesamtwert um den Wert des Fremdkapitals reduziert wird</p>	<p>Komponentenweise Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes</p> <p><u>1. Schritt:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Ermittlung des entziehbaren Cash-Flows des Unternehmens bei fingierter Eigenfinanzierung - Diskontierung mit den Kosten des Eigenkapitals bei vollständiger Eigenfinanzierung <p><u>2. Schritt:</u> Ermittlung der Vor- und Nachteile aus der realisierten Kapitalstruktur</p> <p>Schritt 1 und 2 ergeben den Unternehmensgesamtwert</p> <p><u>3. Schritt:</u> Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals, indem der Gesamtwert um den Wert des Fremdkapitals reduziert wird</p>	<p>Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ermittlung des entziehbaren den Eigentümern zustehenden Cash-Flows unter Beachtung der vom Unternehmen realisierten Kapitalstruktur - Diskontierung mit den Kosten des Eigenkapitals unter Beachtung der gegebenen Kapitalstruktur

Abbildung 13: Varianten der DCF-Methode²¹⁴

4.3.4.1 APV-Ansatz

Die Überführbarkeit der Varianten der DCF-Methode sei zunächst am Beispiel der ewigen Rente illustriert. Hierbei wird von konstanten Cash Flows für $t = 1 \dots \infty$ ausgegangen. Beim APV-Ansatz wird der Unternehmenswert additiv aus dem Wert bei ausschließlicher Eigenfinanzierung und dem Wert der Steuervorteile durch anteilige Fremdfinanzierung berechnet.²¹⁵ Dieser Ansatz ergibt sich unmittelbar aus den Theoremen von *Modigliani* und *Miller*: Unter den dort gesetzten Prämissen (u.a. Vernachlässigung von Steuern und Transaktionskosten, Ausschluss von Illiquiditätskrisen, gleiche Verschuldungsmöglichkeiten für Unternehmen und Investoren) hat die Kapitalstruktur keinen Einfluss auf den Gesamtunternehmenswert und den Wert des Eigenkapitals. Diese Irrelevanz wird dann aufgehoben, sobald eine Gewinnsteuer eingeführt wird, die den Abzug von Fremdkapitalzinsen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage auf Unternehmensebene, jedoch nicht auf der Ebene der Anteilseigner gestattet. In

²¹⁴ Quelle: In Anlehnung an *Drukarczyk* (1998), S. 178.

²¹⁵ Vgl. *Drukarczyk* (2001), S. 231f.; *Richter* (1999), S. 30-34.

diesem Fall verzeichnet das verschuldete Unternehmen einen Wertvorsprung gegenüber dem ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmen durch die steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen: das Fremdkapital ist auf Unternehmensebene um den Steuersatz s^U „billiger“ als auf Anteilseignerebene. Diesen Vorteil können die Investoren auch nicht bei einer Substitution von Unternehmensverschuldung durch private Verschuldung erzielen. Der operative Cash Flow X stellt den finanziellen Überschuss vor Zinsen und Unternehmenssteuern dar, der den Kapitalgebern unter Beachtung der gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsgrenzen zur Verfügung steht. Die folgende Gleichung (1) zeigt die Berechnung des Unternehmenswertes UW (Marktwertes des Eigenkapitals) nach dem APV-Ansatz.²¹⁶

$$UW = \frac{X \cdot (1 - s^U)}{k^E} + s^U \cdot \frac{i \cdot F}{i} - F \quad (1)$$

UW	Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals)
X	Operativer Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen) für alle $t = 1 \dots \infty$
s^U	Steuersatz auf Unternehmensebene
F	Marktwert des Fremdkapitals
i	risikoloser Zinssatz
k^E	Eigenkapitalkosten bei ausschließlicher Eigenfinanzierung

Diskontierungssatz für die Cash Flows ist der Eigenkapitalkostensatz bei ausschließlicher Eigenfinanzierung k^E . Die steuerlichen Vorteile aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage gelten, unter der Prämisse autonom geplanter Fremdkapitalvolumina sowie ausreichender Bemessungsgrundlagen vor Steuern, als sicher realisierbar und werden daher mit dem risikolosen Zinssatz i diskontiert. Der Marktwertvorsprung eines verschuldeten gegenüber einem ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmens tritt in Form von $s^U \cdot F$ in der Gleichung hervor.

Der APV-Ansatz setzt gemäß obiger Bewertungsgleichung die Kenntnis der von den Eigentümern geforderten Rendite (Eigenkapitalkosten) unter der Prä-

²¹⁶ Vgl. Richter (1999), S. 36. Aus Gründen der Anschaulichkeit wird auf die Einbeziehung der persönlichen Einkommensteuer des Anteilseigners sowie exakte Abbildung des deutschen Steuersystems mit der Definitiv-Körperschaftsteuer auf Unternehmensebene und dem Halbeinkünfteverfahren auf Ebene des Anteilseigners verzichtet. Die Überführbarkeit von APV-, Equity- und WACC-Ansatz bleibt jedoch auch bei komplexeren Steuersystemen erhalten. Vgl. hierzu Baetge/Niemeyer/Kümmel (2001), S. 323-330; Dinstuhl (2002), S. 79-90 sowie unter Berücksichtigung der geplanten Zinsabgeltungssteuer Strauch/Wilke (2003).

misses vollständiger Eigenfinanzierung voraus. Die Überlegung hierbei ist, das operative von dem kapitalstrukturbedingten Risiko zu trennen und damit Unternehmen gleichen operativen Risikos, jedoch unterschiedlicher Kapitalstrukturen, miteinander vergleichen zu können.

4.3.4.2 Equity-Ansatz

Im Rahmen des Equity-Ansatzes erfolgt eine Diskontierung der an die Eigentümer fließenden Zahlungen (Ausschüttungen) mit der von den Eigentümern geforderten Rendite bei anteiliger Fremdfinanzierung k^F , d.h. unter Berücksichtigung der realisierten Kapitalstruktur.²¹⁷

$$UW = \frac{(X - i \cdot F) \cdot (1 - s^U)}{k^F} \quad (2)$$

Wie sind in diesem Fall die Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung k^F zu bestimmen? Im Zähler von (2) kann $X \cdot (1 - s^U)$ unter Nutzung von (1) ersetzt werden durch $k^E \cdot (UW + F - s^U \cdot F)$. Durch Umformung erhält man k^F in Abhängigkeit von k^E , i , s^U , UW und F .²¹⁸

$$k^F = k^E + (k^E - i) \cdot (1 - s^U) \cdot \frac{F}{UW} \quad (3)$$

Die geforderte Rendite der Eigenkapitalgeber steigt mit zunehmender Differenz $k^E - i$ und mit zunehmender Verschuldung. Gleichung (3) weist Parallelen zur bekannten Leverage-Formel auf, jedoch mit dem Unterschied, dass in (3) zum einen Marktwerte des Fremd- und Eigenkapitals anstelle von Buchwerten sowie zum anderen risikoäquivalente geforderte Renditen anstelle bilanzieller Rentabilitäten Verwendung finden.

Fügt man nun die Gleichung (3) für k^F in die Gleichung (2) zur Bestimmung des Unternehmenswertes nach dem Equity-Ansatz ein und löst diese nach UW auf, erhält man wiederum die Gleichung (1) zur Bestimmung des Unternehmenswertes nach dem APV-Ansatz. Demnach gilt: Sind die Eigenkapitalkosten bei ausschließlicher Eigenfinanzierung k^E bekannt, ergibt sich der Unternehmenswert unmittelbar aus dem APV-Ansatz. Sind hingegen die Eigenkapital-

²¹⁷ Vgl. Richter (1999), S. 36.

²¹⁸ Vgl. Drukarczyk (1998), S. 161.

kosten bei anteiliger Fremdfinanzierung k^F bekannt, kann die Berechnung des Unternehmenswertes nach dem Equity-Ansatz erfolgen.

4.3.4.3 WACC-Ansatz

Der WACC-Ansatz berechnet den Wert des Eigenkapitals wiederum über den Unternehmensgesamtwert und den anschließenden Abzug des Wertes des Fremdkapitals. Relevanter Überschuss ist analog zum APV-Ansatz der Cash Flow vor Fremdkapitalzinsen und damit der Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehende Zahlungsstrom. Die steuerliche Abzugsfähigkeit wird nicht im Zähler, sondern im Nenner bei den Fremdkapitalkosten berücksichtigt (sog. tax shield). Im Unterschied zum APV-Ansatz erfolgt allerdings keine komponentenweise Zusammenführung der Wertbeiträge. Der Diskontierungssatz ist ein gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz, ein arithmetisches Mittel aus Eigenkapitalrendite k^F und Fremdkapitalzinssatz i , gewichtet mit den zu Marktwerten bewerteten Kapitalanteilen. Der Unternehmenswert nach WACC-Ansatz ist dann definiert durch²¹⁹

$$UW = \frac{X \cdot (1 - s^U)}{k^F \cdot \frac{UW}{UW + F} + i \cdot (1 - s^U) \cdot \frac{F}{UW + F}} - F \quad (4)$$

Ist nicht k^F , sondern k^E bekannt, kann (4) unter Nutzung von (3) auch umgeformt werden zu (5):²²⁰

$$UW = \frac{X \cdot (1 - s^U)}{k^E \cdot \left(1 - s^U \cdot \frac{F}{UW + F}\right)} - F \quad (5)$$

Bei Auflösung von Gleichung (5) nach UW erhält man wieder die Gleichung (1) für den Unternehmenswert nach dem APV-Ansatz. Der Marktwertvorsprung des verschuldeten gegenüber dem ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmen wird in der umgeformten Variante des WACC in (5) deutlich: Ein höherer Verschuldungsgrad senkt den WACC und erhöht den Gesamtunternehmenswert. Allerdings ist dieser Marktwertvorsprung hier nicht in gleicher Weise transparent wie im APV-Ansatz durch die Komponente $s^U \cdot F$.

²¹⁹ Vgl. Richter (1999), S. 35f.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass für den Fall der ewigen Rente alle drei Varianten der DCF-Methode bei konsistenter Überführung ohne Zirkularitätsprobleme zum selben Ergebnis führen müssen. Dies überrascht wenig, da die Ansätze auf der gleichen konzeptionellen Basis beruhen. Die Auswahl der im Einzelfall adäquaten Variante kann sich an den verfügbaren Informationen über die Werte der Inputvariablen orientieren. Ist im Ausgangspunkt das Investitionsrisiko unter Vernachlässigung der Finanzierung, mithin die von den Eigentümern bei ausschließlicher Eigenfinanzierung geforderte Rendite k^E , gegeben, kann der Gesamtunternehmenswert und der Wert des Eigenkapitals UW unmittelbar über APV berechnet werden. Die Ergebnisse von Equity- und WACC-Ansatz ergeben sich derivativ hieraus. Ist hingegen die Eigenkapitalrendite bei Mischfinanzierung k^F bekannt, führt der Equity-Ansatz auf unmittelbarem Weg zum Ziel.²²¹

4.3.5 Variable Cash Flows und Verschuldungsgrade

Verlässt man die didaktisch attraktive, jedoch wenig realistische Welt der konstanten Cash Flows und Verschuldungsgrade für alle $t = 1 \dots \infty$, verändern sich mit den periodenspezifischen (oder endlichen) erwarteten Cash Flows auch der Gesamtunternehmenswert und die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital sowie die verschuldungsgradabhängigen Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung. In diesem Fall sind Annahmen über die Finanzierungspolitik notwendig. Den Zugang zu diesem Problem eröffnet die Betrachtung der beiden Extrempunkte auf der Skala möglicher Finanzierungspolitiken. Es sind dies die wertorientierte sowie die autonome Finanzierungspolitik.²²²

4.3.5.1 Wertorientierte Finanzierungspolitik

Bei einer wertorientierten Finanzierungspolitik wird der Verschuldungsgrad $L = F/(UW+F)_t$ im Zeitablauf konstant gesetzt. Das Fremdkapitalvolumen „atmet“ mit der Veränderung des Unternehmenswertes. Das Management hat

²²⁰ Vgl. *Drukarczyk* (1998), S. 162.

²²¹ Vgl. *Drukarczyk/Honold* (1998), S. 8f.

²²² Vgl. *Drukarczyk/Honold* (1998), S. 11-40; *Drukarczyk/Honold* (1999), S. 335 und 343; *Kruschwitz/Löffler* (1999), S. 4-14; *Richter* (1999), S. 45-56; *Schwetzler/Darijtschuk* (1999), S. 303-314; *Wallmeier* (1999), S. 1481-1486.

hierzu in jeder Periode durch entsprechende Kreditaufnahmen und -tilgungen $L = \text{const.}$ herzustellen. Eine solche Finanzierungspolitik ist zumindest denkbar. Im Rahmen der strategischen Planung wird dann mit einer Zielkapitalstruktur zu Marktwerten gearbeitet. Konsequenz der wertorientierten Finanzierungspolitik ist, dass die Fremdkapitalbestände nicht (wie im Modell der ewigen Rente oder der autonomen Finanzierungspolitik, hierzu folgend) mit Sicherheit erwartet werden können, sondern an die unsichere Entwicklung des Unternehmenswertes gebunden sind. Eine Bewertung der Steuervorteile aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen mit dem risikolosen Zinssatz i scheidet in diesem Fall aus. Die Berechnung des Unternehmenswertes kann bei einer wertorientierten Finanzierungspolitik direkt und ohne Zirkularitätsproblem²²³ mit dem WACC-Ansatz erfolgen.

4.3.5.2 Autonome Finanzierungspolitik

Bei einer autonomen Finanzierungspolitik sind sowohl das Fremdkapitalvolumen F_t als auch der Verschuldungsgrad L_t variabel und zeitpunktabhängig. F_t ist nicht an den Gesamtunternehmenswert gekoppelt, sondern verhält sich emanzipiert. Das Management ist in der Planung um einen Freiheitsgrad reicher als bei der wertorientierten Finanzierungspolitik, da die Fremdkapitalvolumina unabhängig vom Unternehmenswert, und bspw. orientiert an bilanziellen Relationen, festgelegt werden können. Konsequenz der autonomen Finanzierungspolitik ist, dass unter der Voraussetzung, dass die geplanten Cash Flows für die Zahlung der Fremdkapitalzinsen ausreichen und die steuerliche Bemessungsgrundlage nach Abzug der Fremdkapitalzinsen nicht negativ wird, die steuerlichen Vorteile aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen mit Sicherheit erwartet werden können und damit risikolos sind. In diesem Fall ist eine Diskontierung mit dem risikolosen Zinssatz i gerechtfertigt. Die Berechnung des Unternehmenswertes erfolgt in diesem Fall zirkularitätsfrei mit dem APV-Ansatz.

²²³ Vgl. *Baetge/Niemeyer/Kümmel* (2001), S. 312f. sowie die Beispielrechnungen unter Berücksichtigung des deutschen Steuersystems auf S. 348-358; *Schwetzler/Darijtschuk* (1999), S. 303-314; *Hachmeister* (1999), S. 105-125 und *Jakubowicz* (2000), S. 191-223.

4.3.6 Ergebnis

Die Planung und Prognose der für die Kapitalgeber zur freien Disposition stehenden Cash Flows wirft bei den DCF-Methoden die gleichen Probleme auf wie bei der Ertragswertmethode. Dies folgt aus der gemeinsamen konzeptionellen Basis im Form des Kapitalwertkalküls und des Zukunftsbezugs der Unternehmensbewertung. Die wesentlichen Unterschiede bestehen in der Ableitung der Eigenkapitalkosten bzw. des Risikozuschlags und in den Finanzierungsprämissen.

Die DCF-Methoden leiten die Eigenkapitalkosten auf der Basis von Kapitalmarktmodellen aus am Markt beobachtbaren Risikoprämien ab und versuchen auf diese Weise, Marktwerte für ganze Unternehmen zu bestimmen. Die Kritikpunkte gegen diese Vorgehensweise wurden im Einzelnen dargelegt. Angesichts dessen scheinen die Popularität der DCF-Methoden und der vermeintliche Vorteil einer objektivierten Unternehmensbewertung fragwürdig. Insbesondere könnte der Bewerter Gefahr laufen, sich im Rahmen der Bewertung des zu kaufenden Unternehmens mehr mit den Kapitalmarktdaten anderer Unternehmen zu beschäftigen als mit der erwarteten Überschussverteilung aus dem Bewertungsobjekt. Zur Berücksichtigung dieser Überschussverteilung bei der Bemessung des Risikos des Unternehmens bleibt in jedem Fall bei Zugrundelegung von marktmäßig abgeleiteten Eigenkapitalkosten wenig Raum. Gleichwohl können Unternehmenswerte mit Hilfe von DCF-Methoden Argumentations- und Arbitriumwerte liefern. Für die Ermittlung von Entscheidungswerten als subjektive Grenzpreise sind die Ertragswertmethoden besser geeignet, das individuelle Entscheidungsfeld des Investors abzubilden.²²⁴

Hinsichtlich der Finanzierung und Kapitalstruktur entspricht die autonome Finanzierungspolitik den Annahmen bei der Ertragswertmethode. Eine wertorientierte Finanzierungspolitik dürfte in der Praxis aufgrund der hierfür erforderlichen periodenweisen Aufnahme und Tilgung von Fremdkapital unrealistisch sein. Da alle Varianten der DCF-Methode unter gleichen Annahmen zum gleichen Ergebnis führen, ist eine parallele Anwendung von APV-, Equity- und WACC-Ansatz nicht notwendig.

²²⁴ Vgl. *Hering* (1999), S. 89-91 und 177-179.

4.4 Strategische Unternehmensbewertung

Ausgangspunkt der Bestimmung strategischer Mehrwerte ist der Befund, dass bei Unternehmensakquisitionen oftmals eine Diskrepanz zwischen dem gezahlten Kaufpreis und dem auf der Grundlage „traditioneller“ Bewertungsverfahren errechneten Grenzpreis festzustellen sei, die nicht mit Hilfe des Ertragswertes erklärt werden kann.²²⁵ Offenbar fließen in den Kaufpreis auch im Bewertungskalkül in nicht ausreichendem Maße berücksichtigte „strategische Aspekte“ der Akquisitionsentscheidung ein.

Eine solche Argumentation ist auf zweifache Weise fragwürdig: Zum einen stellen Akquisitionen grundsätzlich strategische Entscheidungen dar. Zum anderen erscheint das Konstrukt der Separation strategischer Aspekte vom traditionellen Ertragswert gewagt, da hierdurch dem Ertragswert per definitionem die Möglichkeit zur Einbeziehung strategischer Aspekte abgesprochen wird. Ein Missverständnis könnte darin liegen, dass unter dem Ertragswert ein objektiver Wert²²⁶ verstanden wird, der auf der Annahme der unveränderten Fortführung des Unternehmens und der zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen Ertragskraft basiert.²²⁷

Charakteristisch für strategische Entscheidungssituationen ist die enge Verbindung qualitativer und quantitativer Vorteilhaftigkeitskriterien.²²⁸ Gleichwohl müssen auch qualitative Vorteilhaftigkeitskriterien letztlich quantifiziert und in monetären Einheiten ausgedrückt werden, da diesen auch ein quantifizierter Preis gegenübersteht. Erfolgt diese Quantifizierung nicht, kann sich das Management des Käuferunternehmens dem Vorwurf einer nicht sachgerechten Strategieplanung ausgesetzt sehen.

Anstatt die Ursachen überhöhter Kaufpreise im Bietungsverhalten des Managements beim Kauf eines Unternehmens zu suchen, hat sich das Schrifttum bemüht, strategische Mehrwerte rational zu begründen und diese in Entschei-

²²⁵ Vgl. Mandl/Rabel (2001), S. 83; Serfling/Pape (1996), S. 57 und Hafner (1988), S. 486.

²²⁶ Vgl. IDW (2000a), S. 829.

²²⁷ In diesem Sinne wohl Ruhnke: „Eine Unternehmensbewertung ist - wenn strategische Aspekte bei der beabsichtigten Übernahme eine nicht untergeordnete Rolle spielen - auf der Basis des Grundsatzes ‚der Bewertung nachhaltig entziehbarer, verfügbarer Einnahmeüberschüsse‘ als nicht sachgerecht zu beurteilen.“, Ruhnke (1991), S. 1890.

²²⁸ Vgl. Hering (1999), S. 171.

dungsmodelle zu integrieren. Modelle dieser Art stellen bspw. das Konzept der Mehrfachzielsetzung²²⁹, das Konzept des strategischen Zuschlags²³⁰ oder das Konzept der Realoptionen²³¹ dar. Während das Konzept der Mehrfachzielsetzung das Entscheidungsmodell um nicht-finanzielle Ziele erweitert und eine Quantifizierung der Zielbeiträge in Nutzengrößen vornimmt, münden das Konzept des strategischen Zuschlags und das Konzept der Realoptionen in einen monetär ausgedrückten Unternehmenswert. Für diese Konzepte bleibt jedoch bei einer richtig verstandenen und konsequent umgesetzten Ertragswertberechnung wenig Raum.

Die Anforderungen an die Beschaffung der für die Bewertung notwendigen Informationen sind bei den Verfahren strategischer Unternehmensbewertung im Vergleich zu den anderen Verfahren am höchsten. Die strategische Unternehmensbewertung verlangt von dem Bewerter sowohl im Rahmen der Festlegung der Akquisitionsziele als auch der Bestimmung des Nutzens des Unternehmens zur Erreichung der Akquisitionsziele eine Vielzahl von Entscheidungen und hieraus folgender Informationen, die über die isolierte Analyse der Zielgesellschaft in einer Due Diligence weit hinausgehen. Entsprechend ist die zu leistende Bewertungsarbeit im Vorfeld der Due Diligence umfangreicher, um die Due Diligence auf die Beschaffung der bewertungsrelevanten Informationen ausrichten zu können.

4.5 Vergleichende Unternehmensbewertung

4.5.1 Konzeption

Ein in der Praxis und vor allem im angelsächsischen Raum weit verbreitetes Verfahren zur Bestimmung potentieller Preise für Unternehmen stellen die Multiplikatormethoden dar. Sofern sich innerhalb von Klassen von Unternehmen (gleicher oder ähnlicher Produkte, Branche, Unternehmensgröße, geographischer Lage etc.) stabile „Marktpreise“ für Unternehmen herausbilden, ist man geneigt, auf vereinfachte Bewertungs- bzw. Preisfindungsverfahren zurückzugreifen. Mit Multiplikatoren werden bestimmte Relationen zwischen der

²²⁹ Vgl. *Hafner* (1988), S. 490-504 und *Ballwieser* (1993), S. 173f.

²³⁰ Vgl. *Valcárcel* (1992), S. 594f. und *Peemöller/Keller/Rödl* (1996), S. 78f.

²³¹ Vgl. hierzu kritisch insbesondere *Hering* (1999), S. 173-175.

Börsenkapitalisierung²³² oder dem gezahlten Kaufpreis vergangener Transaktionen²³³ und den Ergebnissen, Cash Flows oder Umsätzen vergleichbarer Unternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Die Vorteile einer Bewertung mit Hilfe von Multiplikatoren werden in der (scheinbar) einfach zu gewinnenden Datenbasis, der Objektivität sowie in der leichten Kommunizierbarkeit gesehen.²³⁴

Als Abschätzung eines zu erwartenden Kaufpreises mag die Nutzung der durchschnittlichen Bewertungsergebnisse einer Vielzahl von Bewertungssubjekten in der Vergangenheit hilfreich sein. Überlegungen zum Grenzpreis aus Verkäufer- respektive Käufersicht machen jedoch deutlich, dass das Zustandekommen einer Transaktion gerade davon abhängt, inwieweit dem Käufer aufgrund der Subjekt-Objekt-Beziehung die Schaffung eines Mehrwertes gelingt, die erst dazu führt, dass der Grenzpreis des Käufers oberhalb desjenigen des Verkäufers anzusiedeln ist. Vor dem Hintergrund, dass das Steuersystem aufgrund der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen in den meisten Fällen transaktionshemmend wirkt, wird die Bedeutung der Identifizierung (und im Weiteren der Realisierung) von Synergieeffekten als Ausdruck eines gelungenen Einfügens des Unternehmens in die Unternehmensstrategie des Käufers offenbar.

Bei den Multiplikatormethoden wird ein Unternehmenswert von nicht börsennotierten Unternehmen anhand eines Kennzahlenvergleichs mit börsennotierten Unternehmen (Peer Group) ermittelt.²³⁵ Implizit wird damit unterstellt, dass die Multiplikatoren für Unternehmen derselben Branche konstant sind.²³⁶ Der Vorteil dieser Methode wird darin gesehen, dass der Marktpreis vergleichbarer Unternehmen berücksichtigt werden kann. Der potentielle Preis des zu bewertenden Unternehmens (UW_B) lässt sich aus dem Verhältnis des Marktpreises eines Vergleichsunternehmens (UW_{VU}) zu einer Bezugsgröße des Vergleichs-

²³² Vgl. Abschnitt 4.5.2.

²³³ Vgl. Abschnitt 4.5.3.

²³⁴ Vgl. *Klein/Jonas* (2002), S. 177.

²³⁵ Vgl. *Seppelfricke* (1999), S. 301.

²³⁶ Vgl. *Kucher* (2000), S. 60f.

unternehmens (B_{VU}), multipliziert mit der Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens (B_B), bestimmen.²³⁷

$$UW_B = \frac{UW_{VU}}{B_{VU}} \cdot B_B.$$

Diese Bewertung unterstellt sowohl für die Vergleichsunternehmen als auch für das zu bewertende Unternehmen eine Entwicklung im Sinne der ewigen Rente. Obgleich richtigerweise zukünftige Bezugsgrößen zu verwenden sind, können diese im Multiplikator stets nur einen durchschnittlichen oder repräsentativen Wert darstellen.

4.5.2 Marktkapitalisierung vergleichbarer Unternehmen

Die Suche nach einem potentiellen Marktpreis für ein nicht börsennotiertes Unternehmen kann zum einen durch einen Vergleich dieses Unternehmens mit bereits börsennotierten Unternehmen erfolgen (Similar Public Company Method).²³⁸ Die Varianten dieser Methode unterscheiden sich in der Bezugsgröße, für die ein Multiplikator berechnet wird.

Beim Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wird der aktuelle Börsenkurs durch den Gewinn eines Jahres dividiert. Um den potentiellen Preis des Unternehmens zu bestimmen, wird das Durchschnitts-Kurs-Gewinn-Verhältnis der Peer Group mit dem geschätzten Gewinn des Unternehmens multipliziert.²³⁹ Als Gewinne werden keine vergangenen, sondern zukünftig erwartete Gewinne veranschlagt. Nur diese sind entscheidungsrelevant.

In der Praxis werden neben dem Gewinn operative Ergebnismultiplikatoren auf Basis von EBIT²⁴⁰, EBDIT²⁴¹ oder EBITDA²⁴² zur Bestimmung des Unternehmenswertes verwendet. Diese Kennzahlen bieten den Vorteil, dass die tatsächliche Ertragskraft der Geschäftstätigkeit besser dargestellt und eine Abhängigkeit von der Finanzierungsstruktur des Unternehmens vermieden wird. Die

²³⁷ Vgl. Böcking/Nowak (1999), S. 170.

²³⁸ Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 259; Barthel (1996), S. 156 und Henselmann (1999), S. 247.

²³⁹ Vgl. Steiner/Bruns (2000), S. 243f.

²⁴⁰ EBIT = Earnings Before Interest and Taxes.

²⁴¹ EBDIT = Earnings Before Depreciation, Interest and Taxes.

²⁴² EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

operativen Ergebnisse stehen - im Gegensatz zum Gewinn, der allein den Eigentümern zusteht - den Fremd- und Eigenkapitalgebern zur Verfügung. Deshalb sollte der Multiplikator nicht durch Gegenüberstellung mit der Marktkapitalisierung des Unternehmens, sondern mit dem Enterprise Value gebildet werden.²⁴³ Dieser stellt die Summe der Marktwerte der verschiedenen Rechtsansprüche auf Gewinne bzw. Cash Flows des Unternehmens dar.²⁴⁴ Um den potentiellen Marktpreis zu bestimmen, werden die Enterprise Values der Vergleichsunternehmen bestimmt und in Relation zu den genannten Ergebnisgrößen EBIT, EBDIT oder EBITDA gesetzt.²⁴⁵

Ein Multiplikator, der das Gewinnwachstum von Unternehmen in der Bewertung berücksichtigt, ist die Price-Earnings-Growth-Ratio (PEG). Bei dieser wird das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Unternehmens in Relation zum prognostizierten Gewinnwachstum gesetzt.²⁴⁶ Als Wachstumsrate sollte das nachhaltige künftige prozentuale Wachstum verwendet werden.²⁴⁷ Die statische Betrachtungsweise der anderen Multiplikatoren wird hierbei in eine dynamische überführt, bei welcher die Gewinnentwicklung des Unternehmens berücksichtigt wird.²⁴⁸

Im angloamerikanischen Raum wird alternativ eine Cash-Flow-orientierte Multiplikatorbewertung angewendet. Bei dieser wird der Cash Flow in Relation zu den Börsenkursen der Vergleichsunternehmen gesetzt. Um den Unternehmenswert zu bestimmen, wird der ermittelte Multiplikator mit dem Cash Flow des Unternehmens multipliziert. Aufgrund einer fehlenden allgemeingültigen Definition des Cash Flows wird in der Regel das von der DVFA/SG empfohlene DVFA/SG-Cash-Flow-Schema verwendet.²⁴⁹ Mit Hilfe dieses Schemas wird

²⁴³ Vgl. *Seppelfricke* (1999), S. 303.

²⁴⁴ Vgl. *Homm* (2000), S. 163.

²⁴⁵ Bei Verwendung des EBIT als Gewinngröße wird der Unternehmenswert auf Basis eines Gewinns vor Zinsen und Steuern berechnet. Wird das EBDIT-Ergebnis verwendet, ist der Unternehmenswert zusätzlich von der Abschreibungspolitik des Unternehmens unabhängig. Eine weitere Verfeinerung ist durch Verwendung des EBITDA-Ergebnisses möglich. Hierbei wird das operative Ergebnis um Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände, wie z.B. den Goodwill, wieder erhöht.

²⁴⁶ Vgl. *Homm* (2000), S. 164.

²⁴⁷ Vgl. *Hayn* (2000), S. 103.

²⁴⁸ Vgl. *Wullenkord* (2000), S. 525.

²⁴⁹ Vgl. *Killat* (1998), S. 238.

ein normierter Cash Flow berechnet, der ausgehend vom Jahresüberschuss um zahlungsunwirksame Aufwendungen bzw. Erträge sowie alle ungewöhnlichen zahlungswirksamen Vorgänge bereinigt wird.²⁵⁰ Umsatzorientierte Multiplikatoren werden in der Praxis mit Hilfe von zwei verschiedenen Kapitalgrößen berechnet: zum einen die aktuelle Marktkapitalisierung, die dem Eigenkapitalwert des Unternehmens entspricht, und zum anderen der Enterprise Value.

4.5.3 Kaufpreise vergleichbarer Unternehmen

Problematisch an der Schätzung eines potentiellen Marktpreises für ein nicht börsennotiertes Unternehmen anhand der Marktkapitalisierung vergleichbarer Unternehmen ist, dass die Marktkapitalisierung das Produkt aus dem Kaufpreis einer Aktie und der Anzahl der ausgegebenen Aktien darstellt. Der Kaufpreis für das ganze Unternehmen weicht hiervon in der Regel ab. Daher bietet es sich an, Multiplikatoren auf der Basis von Unternehmenskäufen in der jüngeren Vergangenheit abzuleiten (Recent Acquisitions Method).²⁵¹ Die gesonderte Berücksichtigung eines Kontrollzuschlags ist dann nicht mehr notwendig, da dieser bereits in dem Multiplikator zum Ausdruck kommt.²⁵²

Die Ableitung der Multiplikatoren erfolgt analog zum Verfahren auf der Basis der Marktkapitalisierung. Der wesentliche Unterschied besteht darin, dass die Gewinnung von Informationen über gezahlte Kaufpreise vergleichbarer Unternehmen wesentlich schwieriger ist als die Bestimmung der Marktkapitalisierung. Aufgrund der geringen Anzahl publizierter Transaktionspreise dürfte die Anwendung in Deutschland nahezu ausscheiden.²⁵³

4.5.4 Ergebnis

Bewertungen anhand von Multiplikatoren dienen der Bestimmung potentieller Marktpreise für Unternehmen und nicht der Ermittlung eines subjektiven Grenzpreises. Unbefriedigend und wissenschaftlich nicht fundiert ist die Begründung für die Wahl des dem Multiplikatorverfahren zugrunde liegenden

²⁵⁰ Vgl. *Seppelfricke* (1999), S. 302.

²⁵¹ Vgl. *Mandl/Rabel* (1997), S. 263; *Rödl* (2002), S. 215f.; *Löhnert/Böckmann* (2001), S. 413 und *Barthel* (1996), S. 157.

²⁵² Vgl. *Barthel* (1996), S. 157 und *Mandl/Rabel* (1997), S. 264.

²⁵³ Vgl. *Klein/Jonas* (2002), S. 178.

Parameters, der bei der Berechnung des Unternehmenswertes Spielräume eröffnet, die an einer objektivierten und exakten Wertermittlung zweifeln lassen. In der Kaufpreisverhandlung können Multiplikatorbewertungen gleichwohl als Argumentationswerte und der Abschätzung eines voraussichtlichen Kaufpreises dienen.

Ertragswert- und Multiplikatormethode können für den Fall der ewigen Rente ineinander überführt werden, sofern die Bezugsgröße mit dem Erwartungswert konstanter Überschüsse gleichgesetzt wird und der Multiplikator den Kehrwert des risikoangepassten Kalkulationszinssatzes darstellt.²⁵⁴ In diesem Fall führen bspw. ein Multiplikator von 8 und eine Bezugsgröße von 100 zu einem Unternehmenswert von $(8 \cdot 100 =) 800$ ebenso wie die Diskontierung eines konstanten Überschusses von 100 mit einem Kalkulationszinssatz von 12,5% : $(100 / 0,125 =) 800$. *Bretzke* bezeichnet dies als „versteckte Intelligenz einer Daumenregel“²⁵⁵: Ist der Käufer (zumindest in einem frühen Stadium des Akquisitionsprozesses) nicht in der Lage, eine genaue Ausschüttungsverteilung aus dem Unternehmen zu prognostizieren, kann eine Multiplikatorbewertung eine erste vereinfachte Schätzung einer mit Zugang zusätzlichen Wissens zu verfeinernden Ertragswertberechnung liefern. Hierzu wird schrittweise die Annahme der ewigen Rente zugunsten periodenspezifischer Werte aufgehoben, das Spektrum der Ausschüttungsverteilung genauer aufgespannt und auf dieser Grundlage der Kalkulationszinssatz angepasst.

Entscheidet sich der Käufer für die Bewertung der Zielgesellschaft auf der Basis von Multiplikatoren, hat dies Einfluss auf die Informationsbeschaffung während der Due Diligence. Hiervon betroffen ist unmittelbar die Definition und Messung der Bezugsgröße der Zielgesellschaft. Diese Informationen sind jedoch oftmals bereits aus publizierten Daten zu berechnen. Im Rahmen der Gewinnung der Multiplikatoren kann die Due Diligence allenfalls Informationen über die notwendigen Eigenschaften der zum Vergleich heranzuziehenden Unternehmen liefern. Es ist somit fraglich, ob für die Multiplikatormethode eine Due Diligence überhaupt notwendig ist. Kritisch zur Anwendung der Multiplikatormethode äußern sich auch *Klein/Jonas*: „Die Leichtigkeit und Objektiv-

²⁵⁴ Vgl. *Ballwieser* (1991), S. 54f.

²⁵⁵ *Bretzke* (1988), S. 818. Vgl. die Diskussion hierzu auch bei *Ballwieser* (1991), S. 57-60.

tivität dieser Vorgehensweise birgt die Gefahr, die Bewertung der Vergleichsunternehmen als Datum unreflektiert zu übernehmen, die Unternehmensdaten nicht tiefer zu analysieren und schlimmstenfalls zu einer sich von den Fundamentaldaten entfernenden Preisspirale beizutragen²⁵⁶.

²⁵⁶ Klein/Jonas (2002), S. 178.

5 Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence

5.1 Bedeutung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence

Der Unternehmenskauf stellt einen Erfolg in der Höhe der Differenz aus dem ex ante (im Übernahmzeitpunkt) bestimmten Grenzpreis und dem gezahlten Kaufpreis dar, wenn nach der Übernahme keine Planüberholungs- und Integrationsabweichungen auftreten.²⁵⁷ Risiko in diesem Kontext ist die „Gefahr, daß sich eine vermögenswirksame Entscheidung ungünstiger auswirkt, als im Zeitpunkt der Entscheidung erwartet wird. ... Die Möglichkeit der günstigen Planabweichung gilt als Chance“²⁵⁸. Das Risiko besteht demnach in der Gefahr einer Verringerung des ex ante geplanten Akquisitionserfolgs. Von einem Verlust im eigentlichen Sinne kann gesprochen werden, wenn der ex ante berechnete Grenzpreis nach Übernahme des Unternehmens unter dem gezahlten Kaufpreis liegt.

Aufgrund der notwendigerweise mehrwertig vorzunehmenden Planung und Prognose der zukünftigen Unternehmensentwicklung stellen sich Planüberholungs- und Integrationsabweichungen ein, wenn andere als der Grenzpreisbestimmung zugrunde gelegte Werte realisiert werden. Dies kann zum einen darauf beruhen, dass diese Werte in der möglichen Höhe und Eintrittswahrscheinlichkeit zwar bedacht, jedoch für weniger wahrscheinlich gehalten wurden als die in die Grenzpreisbestimmung eingegangenen Werte.

Eine zweite Ursache für Abweichungen besteht in Informationsrisiken als Folge des begrenzten Wissens des Käufers über das Kaufobjekt und dessen Entwicklung in der Zukunft.²⁵⁹ Hierauf beruhende Planüberholungs- und Integrationsabweichungen tragen den Charakter von Ex-post-Überraschungen und hängen vom Informationsstand des Käufers ab. Zur Vermeidung von Ex-post-Überraschungen ist auf der einer Unternehmensbewertung vorgelagerten Ebene der Käufer daher mit Informationen über das zu kaufende Unternehmen zu versorgen, die die Risiken und Chancen eines Unternehmenskaufs transparent machen. „Fehlbewertungen kommen in der Praxis weniger dadurch zustande,

²⁵⁷ Vgl. hierzu Abschnitt 2.2.1.

²⁵⁸ *Jaensch* (1966), S. 59; so auch *Keller* (2002), S. 15.

daß die absehbare Breite des Spektrums denkbarer Erfolgswentwicklungen im Bewertungsverfahren zu früh und zu drastisch auf einen informationsarmen Mittelwert komprimiert wird, als vielmehr dadurch, daß die nach der Akquisition erkennbaren Abweichungen von dieser Schätzung vorher entweder nicht erkannt oder aber als zu unwahrscheinlich eingestuft worden sind.²⁶⁰

Eine Due Diligence dient in diesem Sinne der Informationsversorgung des Käufers vor der Übernahme des Unternehmens. Empirische Untersuchungen zeigen, dass die Durchführung einer Due Diligence in der Akquisitionspraxis etabliert ist.²⁶¹ Nach der Befragung von *Berens/Strauch* haben deutsche Käuferunternehmen bei 78,6% ihrer Akquisitionen eine Due Diligence durchgeführt; 65,0% der Käuferunternehmen führten bei jeder Transaktionen eine Due Diligence durch. Abbildung 14 zeigt den Verbreitungsgrad der Due Diligence nach der Rechtsform der Käuferunternehmen.

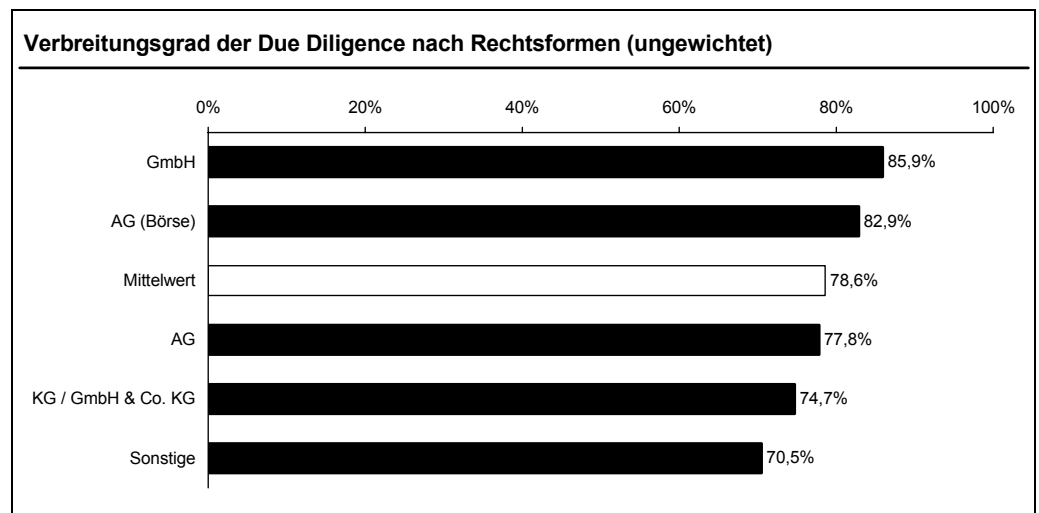


Abbildung 14: Verbreitungsgrad der Due Diligence nach Rechtsformen (N=199)²⁶²

Der Verbreitungsgrad der Due Diligence allein gibt jedoch noch keine Hinweise zum Inhalt einer Due Diligence hinsichtlich Untersuchungsprogramm, -umfang und -tiefe. Hinweise darauf lassen sich über die Gegenstandsbereiche

²⁵⁹ Vgl. hierzu die Ausführungen über die informatorischen Engpässe bei einer Unternehmensakquisition in Abschnitt 3.1.1.

²⁶⁰ *Bretzke* (1988), S. 821.

²⁶¹ Vgl. *Strauch/Berens* (2002a), S. 41-44; *Berens/Strauch* (2002b), S. 515 und *Marten/Köhler* (1999), S. 342-345.

²⁶² Quelle: *Berens/Strauch* (2002a), S. 43.

(Teilbereiche) der Due Diligence gewinnen. In Abbildung 15 ist dargestellt, mit welchem Verbreitungsgrad die einzelnen Teilbereiche in einer Due Diligence vertreten sind.

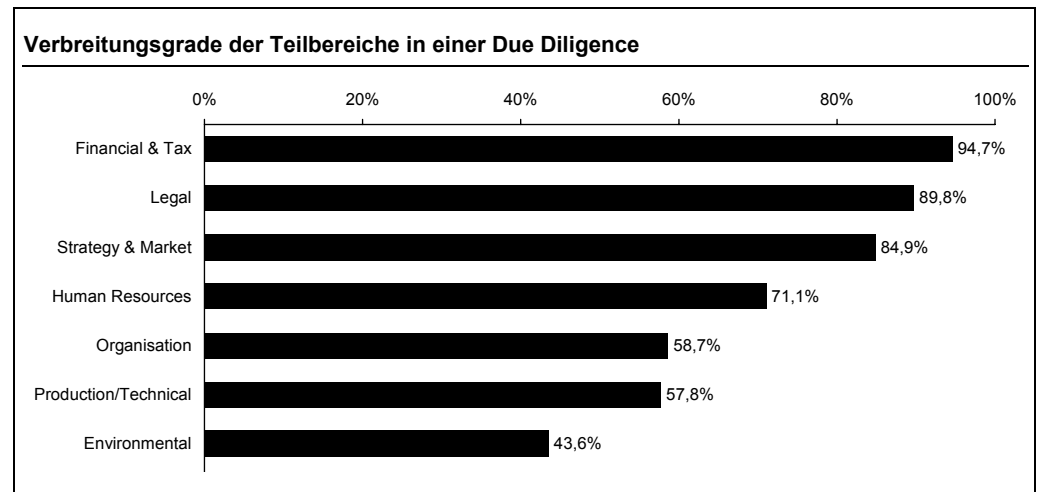


Abbildung 15: Verbreitungsgrade der Teilbereiche in einer Due Diligence (N=225)²⁶³

Sollen im Wege der Durchführung einer Due Diligence Informationsrisiken und hieraus folgende Ex-post-Überraschungen (weitgehend) vermieden werden, ist eine intensivere Beschäftigung mit Untersuchungsprogramm und -tiefe in den einzelnen Teilbereichen der Due Diligence notwendig. Diesbezüglich liegen jedoch bislang weder empirisch gesicherte Erkenntnisse noch seitens der Wissenschaft oder Akquisitionspraxis entwickelte Grundsätze oder Standards vor. Vorbehalte gegen solche Grundsätze oder gegen allgemein akzeptierte Vorgehensweisen könnten mit dem Hinweis auf die Individualität jeder Akquisitionsentscheidung vorgebracht werden, wonach die Due Diligence jeweils an den Verhältnissen des Zielunternehmens und den Käuferinteressen auszurichten sei.²⁶⁴ Diesem Argument ist in dreifacher Hinsicht entgegenzuhalten:

- Erstens verlangen Rahmenkonzepte und Grundsätze stets eine Berücksichtigung und Anpassung an die Umstände des Unternehmens und die Situation, in der diese eine praktische Hilfestellung zur sachgemäßen Aufga-

²⁶³ Quelle: *Berens/Strauch* (2002a), S. 62. Die Ergebnisse korrespondieren weitgehend mit den Ergebnissen aus der Untersuchung von *Marten/Köhler*, vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 64f.

²⁶⁴ Vgl. *Löffler* (2002), S. 364. In diesem Sinne wohl auch *Barthel*, der es als Vorteil bezeichnet, dass es „Grundsätze ordnungsmäßiger Due-Diligence-Untersuchungen“ nicht gibt, vgl. *Barthel* (1999a), S. 136.

benerfüllung liefern sollen.²⁶⁵ Im Standard IDW S 1 zur Durchführung von Unternehmensbewertungen heißt es hierzu entsprechend: „Jeder Bewertungsfall verlangt seine eigene fachgerechte Problemlösung. Insoweit können die Grundsätze nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Lösung im Einzelfall liegen muss“²⁶⁶. Ein weitergehender Anspruch ist im Hinblick auf die Pflichten eines Wirtschaftsprüfers zur unabhängigen, gewissenhaften und eigenverantwortlichen Berufsausübung nach § 43 Abs. 1 WPO auch nicht zu begründen.

- Zweitens lassen sich unabhängig vom individuellen Kontext, in dem ein Unternehmenskauf stattfindet, übergreifende und unabdingbar zu berücksichtigende betriebswirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Fragestellungen extrahieren, die nicht kontextabhängig sind und das Kernstück einer Due Diligence bilden.²⁶⁷ Ob diese Aspekte bei sorgfältiger Durchführung des Unternehmenskaufs hätten beachtet werden müssen, wird insbesondere von den Gerichten bei rechtlichen Auseinandersetzungen nach erfolgtem Unternehmensübergang zu beurteilen sein. In diesem Sinne ist die von *Barthel* geäußerte Skepsis gegen Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence nicht stichhaltig, wenn er selbst konstatiert, dass die Due Diligence - in Abhängigkeit der Größe der Transaktion, der Branche und der Erfahrung der Parteien - als Verkehrssitte anzusehen ist und sich hieraus für den Käufer Untersuchungspflichten ergeben.²⁶⁸
- Drittens ist einem Unternehmenskäufer wenig mit dem alleinigen Hinweis auf die notwendige Erhöhung seines Informationsstandes zur Vermeidung von Informationsrisiken geholfen. Ex-post-Überraschungen nach einer Entscheidung sind gerade dadurch definiert, dass diese ex ante nicht bedacht wurden: „Ob ein künftiger Zustand der Welt im Planungsmodell

²⁶⁵ Im Zusammenhang mit den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung hat sich *Moxter* intensiv mit der Rechtfertigung dieser Grundsätze vor dem Hintergrund der Besonderheiten der Materie auseinandergesetzt, vgl. *Moxter* (1980), S. 454-456 und *Moxter* (1976), S. 989-991.

²⁶⁶ *IDW* (2000a), S. 826, Tz. 1.(1).

²⁶⁷ In Analogie zu dem von *Rose* geprägten Begriff der „Dummensteuern“ (vgl. im Zusammenhang mit der Tax Due Diligence *Marx/Löffler* (2000), S. 334, FN 16z) könnte man in einem allgemeineren Kontext von „Dummenrisiken“ sprechen, welche bei sorgfältig erarbeiteter Kenntnis der Sach- und Rechtslage vor wirtschaftlichen Entscheidungen vermeidbar sind.

²⁶⁸ Vgl. *Barthel* (2000), S. 59.

fehlte, weiß man .. erst im nachhinein, nachdem eine Ex-post-Überraschung eingetreten ist“²⁶⁹. Wann von Ex-post-Überraschungen gesprochen werden kann, hängt demnach von der Sorgfalt persönlicher Planung ab.²⁷⁰ Der Vermeidung von Ex-post-Überraschungen durch eigenes Nachdenken sind dabei natürliche Grenzen gesetzt.

Eine Due Diligence als spezielle Ausformung der allgemeinen Sorgfaltspflicht der Geschäftsleitung im Sinne der §§ 93 Abs. 1 Satz 1 AktG, 43 Abs. 1 GmbHG bei einem Unternehmenskauf kann Hilfestellung zur Vermeidung von Ex-post-Überraschungen durch Vermittlung von Erfahrungswissen Anderer leisten. Werden dem Käufer oder dessen Beratern und Gutachtern Risiken aufgezeigt, welche diese selbst nicht adressiert hätten, jedoch andere Käufer oder erfahrene Berater und Gutachter in vergleichbarer Situation, kann das Informationsniveau verbessert werden. Die Gefahr von Fehlentscheidungen und Rechtsstreitigkeiten kann dadurch nicht gänzlich vermieden, jedoch vermindert werden.

Aufgrund der auf dem Gebiet des Unternehmenskaufs bestehenden gewährleistungsrechtlichen Unsicherheit hinsichtlich der Abgrenzung der Aufklärungspflichten des Verkäufers und der Untersuchungspflichten des Käufers einerseits, sowie der Probleme der Anwendung des gesetzlichen Gewährleistungsinstrumentariums andererseits, wird in der Literatur und vom BGH der Abschluss eigenständiger Garantieverträge mit der Festlegung adäquater Rechtsfolgen empfohlen, um damit autonome vertragliche Gewährleistungsregelungen unter den Parteien des Kaufvertrags zu schaffen.²⁷¹ Diese Vorgehensweise lässt auch eine Beschäftigung mit der genaueren Konkretisierung der Durchführung einer Due Diligence als Bestandteil und Grundlage der Kaufvertragsverhandlungen lohnenswert erscheinen.

Rechtsunsicherheit besteht nicht allein zwischen den unmittelbar beteiligten Vertragsparteien beim Unternehmenskauf, sondern auch im Auftraggeber-Auftragnehmer-Verhältnis zwischen dem Käufer und seinen Beratern und Gut-

²⁶⁹ *Schneider* (2001), S. 184.

²⁷⁰ Vgl. *Schneider* (2001), S. 183.

²⁷¹ Vgl. *Holzapfel/Pöllath* (2000), S. 312; *Torggler/Hofmann* (1993), S. 79; *Merkt* (1995), S. 1046 und *Gellert* (1990), S. 136f.

achtern, wenn der Auftragsinhalt nicht hinreichend genau festgelegt wurde. *Löffler* kommt in diesem Zusammenhang zu dem Ergebnis, dass ein einheitlicher Mindeststandard für eine Due Diligence wünschenswert wäre und allgemeine Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence (GoDD) angestrebt werden sollten.²⁷²

Auf der Basis dieser Gründe soll im Folgenden der Versuch unternommen werden, Ansatzpunkte einer Konzeption von Grundsätzen ordnungsmäßiger²⁷³ Due Diligence vorzustellen, die dazu beitragen können, Rechtsunsicherheit zu verringern und „Kunstfehler“²⁷⁴ bei einem Unternehmenskauf zu vermeiden. Ordnungsmäßig soll in dem Zusammenhang nicht notwendigerweise „richtig“ bedeuten, sondern auf ein Regelwerk, eine Ordnung von zweckmäßigen Konventionen unter den Beteiligten verweisen.²⁷⁵ Hierzu werden die bislang erkennbaren Ansätze aufgegriffen und konsolidiert, sowie um das betriebswirtschaftliche Instrumentarium der Unternehmensbewertung und des Risikomanagements ergänzt. Die so formulierten Grundsätze stellen keine Rechtsnormen dar, wie dies für die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung (GoB) zutrifft.²⁷⁶ Vielmehr sollen sie die vernünftige Vorgehensweise der an der Transaktion Beteiligten bestimmen, indem sie grundlegende Aspekte für die Übertragung des Unternehmens beinhalten.²⁷⁷ Es handelt sich somit um betriebswirtschaftliche Grundsätze, deren Anspruch nicht darin besteht, erschöpfend und endgültig Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence festzustellen.²⁷⁸ Auf diese Weise mögen die Grundsätze auch zu einer intensiveren Diskussion in der Wissenschaft und Unternehmenspraxis Anlass geben.

²⁷² Vgl. *Löffler* (2002), S. 364f.

²⁷³ Zu dem Begriff „ordnungsmäßig“ und insbesondere dem Suffix „mäßig“ vgl. *Leffson* (1987), S. 19f. Obgleich aus sprachwissenschaftlicher Sicht fragwürdig oder zumindest unschön, wird auch in dieser Arbeit der Begriff „ordnungsmäßig“ verwendet, da er sich im Zusammenhang mit anderen „Grundsätzen ...“ durchgesetzt hat.

²⁷⁴ Vgl. *Moxter* im Zusammenhang mit den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, *Moxter* (1976), S. 991.

²⁷⁵ Vgl. in diesem Sinne *Pöllath* (2000), S. 549.

²⁷⁶ Vgl. hierzu *Beisse* (1990), S. 499f. und *Leffson* (1987), S. 21-26.

²⁷⁷ In diesem Sinne für die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung aus Käufersicht (GoU-K) *Pooten* (1999), S. 28.

²⁷⁸ Einem solchen Anspruch hat sich *Moxter* mit den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung ausgesetzt gesehen. Vgl. hierzu die Diskussion bei *Künemann* (1985),

Die Grundsätze üben damit auch keinen unmittelbaren Zwang zur Umsetzung aus. Im Sinne der Terminologie von *Kant* sollen die Grundsätze in Abgrenzung zu kategorischen Imperativen hier überwiegend als hypothetische Imperative in Form von Richtlinien und Empfehlungen klassifiziert werden, die bedingt allgemeingültige, praktische Vorschriften darstellen.²⁷⁹ Damit gilt zugleich, dass mit der Nichtbeachtung dieser Grundsätze kein unmittelbares Sanktionspotential verbunden ist. Dies bleibt der weiteren Entwicklung und Generierung höherwertigerer Sätze sowie der Rechtsprechung vorbehalten. Soweit in einzelnen Bereichen auf gesetzliche Vorschriften und Rechtsprechung Bezug genommen wird, die Normcharakter besitzen und damit den Rang kategorischer Imperative besitzen, ergibt sich dies aus dem Zusammenhang.

S. 171-174, sowie die Stellungnahme von *Moxter* zum Stand und zur Bedeutung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, *Moxter* (1977), S. 265f.

²⁷⁹ Zu dieser Klassifizierung der Terminologie von *Kant* vgl. *Pooten* (1999), S. 29f. und *Theisen* (1987), S. 217.

5.2 Funktionen und Adressaten von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence

5.2.1 Funktionen

Für den Käufer ist der Unternehmenskauf erfolgreich, wenn das Unternehmen nach erfolgter Übernahme die Beiträge zur Erreichung der zuvor gesetzten Akquisitionsziele liefert. Auf der anderen Seite hat der Verkäufer ein Interesse daran, dass der erzielte Kaufpreis nicht durch nachträglich erforderliche Anpassungen herabgesetzt wird oder der Kauf rückabgewickelt werden muss. Unbesehen der gegensätzlichen wirtschaftlichen Interessen von Käufer und Verkäufer vereint die Parteien damit das gemeinsame Interesse an dem Unternehmen und an der Leichtigkeit und Sicherheit der Übertragung des Unternehmens.²⁸⁰

Eine Due Diligence und die Grundsätze ihrer Durchführung erfüllen daher in erster Linie eine Schutzfunktion²⁸¹ für die beteiligten Parteien und das Unternehmen an sich.²⁸² Das Interesse des Käufers ist darauf gerichtet, dass er die zur Entscheidungsfindung und Preisbestimmung notwendigen Informationen vollständig und wahrheitsgemäß vom Verkäufer bzw. vom Unternehmen erhält. Hierzu muss der Käufer selbst seine Annahmen und Erwartungen hinsichtlich der beabsichtigten Transaktion offen legen. Hat er dies getan, kann er vom Verkäufer eine Stellungnahme erwarten, die in der Erteilung von Informationen über die Richtigkeit seiner Annahmen und die Kompatibilität des Kaufobjektes mit seinen Erwartungen, oder einer ausdrücklichen Verweigerung von Informationen, besteht.²⁸³ Insoweit trägt die Due Diligence zur Exkulpation des Managements des Käuferunternehmens bei.²⁸⁴

²⁸⁰ Vgl. *Pöllath* (2000), S. 551.

²⁸¹ Zur Schutzfunktion der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung vgl. *Pooten* (1999), S. 46-56; *Moxter* (1980), S. 454-456 und *Moxter* (1976), S. 990.

²⁸² Zu den Funktionen der Due Diligence allgemein vgl. *Eggenberger* (2001), S. 55-60; *Berens/Schmitting/Strauch* (2002), S. 79-95; *Schmitz* (2002), S. 18f.; *Gintenreiter* (2002), S. 12-14; *Pooten* (1999), S. 150f. und *Wagner/Russ* (2002), S. 998.

²⁸³ Vgl. *Pöllath* (2000), S. 554.

²⁸⁴ Vgl. hierzu *Berens/Schmitting/Strauch* (2002), S. 92-94.

Der Verkäufer wird hierdurch geschützt, da er nicht über alle Umstände des Unternehmens aufzuklären hat, sondern lediglich konkrete Antworten auf konkrete Fragen geben soll.

Durch eine möglichst schnelle Durchführung der Due Diligence wird schließlich das Unternehmen selbst vor Irritationen geschützt und Störungen im Betriebsablauf sowie bei den Mitarbeitern und Kunden werden vermindert.

In der Schutzfunktion gehen die weiteren Funktionen von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence auf: die Vermeidung von komplexen Vertragsklauseln,²⁸⁵ die Identifizierung von Chancen und Risiken²⁸⁶ sowie die Gewährleistungs- und Beweissicherungsfunktion²⁸⁷.

5.2.2 Adressaten

Die Adressaten von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence leiten sich aus den Zielen und Funktionen der Grundsätze ab. Adressaten sind demnach gleichermaßen der Käufer und der Verkäufer. Als weitere an einer Due Diligence Beteiligte sind die - seitens des Käufers oder seitens des Verkäufers beauftragten - Berater und Gutachter (Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte, Umweltgutachter, IT- und Produktionsexperten etc.) Adressaten von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence.

Nach der Untersuchung von *Berens/Strauch* leisten externe Berater und Gutachter 36,0% der gesamten Manntage des Käuferteams in einer Due Diligence; bei einer Financial & Tax Due Diligence beträgt dieser Wert 57,0%.²⁸⁸ Aufgrund der Einbeziehung externer Berater und Gutachter und der Vielzahl beteiligter Akteure auf der Seite des Käuferunternehmens und des Zielunternehmens ist die Notwendigkeit einer Koordination der Teilaktivitäten innerhalb des Due-Diligence-Teams evident.²⁸⁹

In diesem Zusammenhang dienen die Grundsätze zunächst der Kommunikation hinsichtlich der mit dem Kauf verfolgten Ziele und hieraus folgend der Auf-

²⁸⁵ Vgl. *Eggenberger* (2001), S. 56.

²⁸⁶ Vgl. *Pooten* (1999), S. 150f.

²⁸⁷ Vgl. *Wagner/Russ* (2002), S. 998.

²⁸⁸ Vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 68f.

²⁸⁹ Vgl. hierzu *Berens/Hoffjan/Strauch* (2002), S. 138.

tragserteilung und Auftragsabgrenzung. Im weiteren Verlauf der Due Diligence sollen die Grundsätze die auftragsgemäße Durchführung, die Dokumentation und die Weiterleitung der Ergebnisse der Due Diligence sicherstellen, so dass diese in die Entscheidung und die Vertragsverhandlungen Eingang finden können. Die Grundsätze füllen dabei Lücken und Unklarheiten bei der Auftragserteilung aus und zeigen die Schnittstellen zwischen den abgegrenzten Untersuchungsbereichen sowie zum Gesamtprozess der Due Diligence auf. Auf diese Weise tragen die Grundsätze zur Beachtung der berufüblichen Sorgfalt von Wirtschaftsprüfern, insbesondere des Grundsatzes der Gewissenhaftigkeit (§ 43 Abs. 1 WPO), bei.²⁹⁰

²⁹⁰ Vgl. *Fachausschuss Recht des IDW* (1998), S. 288.

5.3 Quellen von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence

5.3.1 Induktive und deduktive Methoden

Im Zusammenhang mit der Gewinnung von betriebswirtschaftlichen Grundsätzen werden die induktive und die deduktive Methode diskutiert.²⁹¹ Nach der induktiven Vorgehensweise werden Grundsätze und allgemeine Sätze auf empirischem Wege durch Erhebung des faktischen Verhaltens in der Unternehmenspraxis gewonnen. Von der Anschauung ehrbarer und ordentlicher Sachverständiger wird auf eine Mehrheitsübung geschlossen. Für die Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung wird die induktive Methode weitgehend abgelehnt.²⁹² Gleichwohl wird betont, dass „das induktive Verfahren Pionierarbeit und Zubringerdienste bei dem unausgesetzten Suchen nach fruchtbaren Hypothesen zu leisten“²⁹³ hat. Bei der deduktiven Methode werden Grundsätze durch „Nachdenken“²⁹⁴ als logische Ableitung aus den jeweiligen Zielen und Zwecken gewonnen.

Für die Aufgabe der vorliegenden Arbeit, Ansätze von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence zu ermitteln, sollen aus folgenden Gründen sowohl Elemente der deduktiven als auch der induktiven Methode berücksichtigt werden.²⁹⁵ Zum einen herrscht im Bereich der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Thema Due Diligence noch ein weitgehendes Theoriedefizit. Eine betriebswirtschaftliche Konzeption liegt bislang nicht vor. Die Veröffentlichungen beschränken sich oftmals auf eine rein kasuistische Aufzählung möglicher Risikofelder und Ursachen für - ex post festgestellte - missglückte Unternehmenskäufe. Der derzeitige Forschungsstand verhindert damit eine

²⁹¹ Vgl. für die GoB *Leffson* (1987), S. 29-31; *Eigenstetter* (1993), S. 7f.; *Beisse* (1990), S. 502; für die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung *Moxter* (1976), S. 990; *Moxter* (1983), S. 1; *Künemann* (1985), S. 180-184; für die Grundsätze ordnungsmäßiger Überwachung *Theisen* (1987), S. 218-221 sowie für die Grundsätze ordnungsmäßiger Umwandlungsprüfung *Lamla* (1997), S. 50-53.

²⁹² Vgl. *Leffson* (1987), S. 29 und *Beisse* (1990), S. 502. Für die Unternehmensbewertung vgl. *Moxter* (1983), S. 1. *Zapf* plädiert für eine induktive und deduktive Ableitung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, vgl. *Zapf* (1977), S. 267.

²⁹³ *Leffson* (1987), S. 31.

²⁹⁴ *Moxter* (1983), S. 1. Vgl. auch *Theisen* (1987), S. 220 und *Beisse* (1990), S. 502.

²⁹⁵ Vgl. zu diesem Methodenmix bei der Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensführung *Werder* (1996), S. 11.

ausschließliche, wissenschaftlich fundierte Vorgehensweise nach der Methode der Deduktion.²⁹⁶ Die induktive Methode fungiert in diesem Zusammenhang als Ideenlieferant für grundsätzlich nach der deduktiven Methode zu ermittelnde Grundsätze und dient dazu, die deduktiv ermittelten Grundsätze an der Mehrheitsübung zu spiegeln.

Darüber hinaus ist für die Frage, ob eine Due Diligence als Verkehrssitte beim Unternehmenskauf zu bezeichnen ist, auf die Gepflogenheiten und Vorgehensweisen in der Akquisitionspraxis abzustellen. Zugleich müssen Grundsätze, die praktische Hilfestellung zur Durchführung einer Due Diligence liefern sollen, an den Umsetzungsmöglichkeiten in der Akquisitionspraxis gespiegelt werden.

Auf der anderen Seite ist gleichermaßen eine rein induktive Vorgehensweise abzulehnen, da die hierfür notwendige Datenbasis, in der sich das tatsächliche Ist-Verhalten bei Unternehmenskäufen manifestiert, nicht vorhanden ist. Hilfsweise bietet es sich jedoch an, auf von auf dem Gebiet des Unternehmenskaufs tätigen Praktikern veröffentlichte Arbeitsprogramme zurück zu greifen. In diesen wird Erfahrungs- und Expertenwissen dokumentiert und damit zumindest das Soll-Verhalten aus Sicht der Akquisitionspraxis reflektiert.

5.3.2 Die betriebswirtschaftliche und juristische Wissenschaft

Zur Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence bietet es sich an, wissenschaftliche Veröffentlichungen im betriebswirtschaftlichen und juristischen Schrifttum als Primärquelle zu nutzen. Veröffentlichungen, die unmittelbar das Thema Due Diligence zum Gegenstand haben,²⁹⁷ sind dabei zu bereichern um Veröffentlichungen zur Unternehmensbewertung und zum Unternehmenskauf. Darüber hinaus lassen sich konzeptionelle Ansätze aus dem Schrifttum zum Risikomanagement gewinnen und in modifizierter Form für die Entwicklung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence nutzen.

²⁹⁶ Vgl. zu dieser Begründung *Theisen* (1987), S. 221, im Zusammenhang mit der Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Überwachung.

²⁹⁷ Vgl. bspw. *Koch/Wegmann* (2002); *Kranebitter (Hrsg.)* (2002); *Scott* (2001a); *Jungblut* (2003); *Heidinger/Albeseder (Hrsg.)* (2001) und *Berens/Brauner/Strauch* (2002).

Diese Veröffentlichungen verbinden mehrheitlich konzeptionelle Grundlagen mit an der Praxis des Unternehmenskaufs orientierten praktischen Gestaltungs- und Umsetzungsempfehlungen. Aus diesem Grund ist es gerechtfertigt, aus den Veröffentlichungen - soweit sich hieraus allgemein akzeptierte und übliche Verfahrensweisen herausbilden - Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence zu gewinnen.

Besondere Bedeutung kommt dabei aufgrund des bereits fortgeschrittenen Reifegrads den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung zu. Da die Zielsetzung beim Unternehmenskauf und die Messung des Akquisitionserfolgs aus der Unternehmensbewertung abgeleitet werden, bietet es sich an, zur Vermeidung von Redundanzen einerseits, und zur Aufdeckung von Schnittstellen zwischen Unternehmensbewertung und Due Diligence andererseits, auf einzelne Prinzipien der Unternehmensbewertung und der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung zu rekurrieren. Damit wird zugleich ein Beitrag zur Klärung des bislang unbefriedigend abgegrenzten Verhältnisses von Unternehmensbewertung und Due Diligence geleistet, soweit dieses in der Literatur diskutiert wird.²⁹⁸

5.3.3 Die Praxis des Unternehmenskaufs

Als weitere Quelle von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence kann die Praxis des Unternehmenskaufs herangezogen werden. Die Einbeziehung der Praxis ist in zweifacher Hinsicht notwendig und geboten:²⁹⁹

- Erstens manifestieren sich Grundsätze nicht allein durch Vorschläge seitens der Wissenschaft, sondern auch dadurch, dass diese in der Praxis Beachtung finden und mithin zur allgemeinen Übung bzw. Verkehrsanschauung werden.

²⁹⁸ Vgl. bspw. *Barthel*: „mit Unternehmensbewertung ist Due Diligence nicht gleichzusetzen“, *Barthel* (2000), S. 8; *Ganzert/Kramer*: „Ein Financial Due Diligence Review ist .. keine Unternehmensbewertung, denn die Ergebnisse des Reviews werden lediglich kritisch gewürdigt, eine Bewertung - insbesondere der zukünftigen Zahlungsüberschüsse - wird nicht durchgeführt“, *Ganzert/Kramer* (1995), S. 579, sowie *Koch/Wegmann*: „Es wird sich zeigen, daß die Inhalte und die Techniken der Due Diligence weitgehend mit der Unternehmensanalyse im Vorfeld einer Unternehmensbewertung übereinstimmen.“, *Koch/Wegmann* (2002), S. 3.

²⁹⁹ Vgl. im Zusammenhang mit der Ermittlung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung *Künemann* (1985), S. 193f. und *Pooten* (1999), S. 62f.

- Zweitens kann die Praxis einen Beitrag zur Entwicklung und Fortentwicklung leisten, indem die seitens der Wissenschaft vorgeschlagenen Grundsätze in der Realität auf Praktikabilität überprüft und ggf. Verbesserungsvorschläge unterbreitet werden.

Durch Einbeziehung der tatsächlichen Verhaltensweisen und der Erfahrungen der Akquisitionspraxis kommt es somit zu einem stetigen „Interaktionsprozeß“³⁰⁰ zwischen Wissenschaft und Praxis. Fraglich ist jedoch, wie die Praxis der Due Diligence ermittelt werden kann. Hierfür bieten sich zum einen empirische Erhebungen an, die die Planung und Durchführung einer Due Diligence zum Gegenstand haben. Bislang durchgeführte Untersuchungen widmeten sich dem Verbreitungsgrad der Due Diligence sowie der Planung und Durchführung der Due Diligence.³⁰¹

Zum anderen kann aus Veröffentlichungen von wissenschaftlich vorgebildeten und in der Praxis des Unternehmenskaufs tätigen Experten aus Unternehmen sowie von Beratern und Gutachtern ein Beitrag zur Entstehung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence gewonnen werden. „Die Stimme der Kaufleute kommt seit langem innerhalb des betriebswirtschaftlichen Schrifttums - unter Einschluß der Fachzeitschriften - voll zur Geltung. Man muß sich darüber im klaren sein, daß es längst keine andere fundierte Quelle für die Ansichten der Praxis - der Kaufleute und Wirtschaftsprüfer - gibt als die von ihnen verfaßten Bücher und Aufsätze.“³⁰²

Sowohl hinsichtlich der konzeptionellen Grundlagen als auch der praktischen Frage der Identifikation von Risiken im Zielunternehmen werden daher im Rahmen der vorliegenden Arbeit Literaturquellen zur Praxis der Due Diligence verwendet.

5.3.4 Die Gesetzgebung und Rechtsprechung

Gesetzliche Vorschriften und die Rechtsprechung prägen Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence im Zusammenhang mit den vorvertraglichen Aufklärungspflichten des Verkäufers sowie den Untersuchungspflichten des

³⁰⁰ Pooten (1999), S. 63.

³⁰¹ Vgl. Marten/Köhler (1999), S. 337-348; Helder/Hees (1999) und Berens/Strauch (2002a).

³⁰² Leffson (1987), S. 121.

Käufers. Hierbei stellt sich regelmäßig die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen der Verkäufer von sich aus den Käufer über bestimmte Umstände hätte aufklären müssen. Auf der Seite des Käufers ist zu fragen, ob dieser Kenntnis von einem Mangel hatte oder hätte haben müssen.³⁰³

Beide Aspekte bestimmen die gewährleistungsrechtliche Würdigung von Ansprüchen des Käufers nach erfolgtem Kauf. Der Begriff der Due Diligence selbst hat bislang keinen Eingang in die Rechtsprechung gefunden. In einem Urteil vom 28.11.2001³⁰⁴ hat der BGH jedoch im Hinblick auf die wirtschaftliche Tragweite des Geschäfts und die regelmäßig erschwerte Bewertung durch den Käufer gesteigerte Aufklärungspflichten des Verkäufers angenommen. Danach hat der Verkäufer auch ungefragt über Umstände aufzuklären, die den Vertragszweck des Käufers vereiteln können und daher von wesentlicher Bedeutung für ihn sind.³⁰⁵

Des Weiteren beeinflussen gesetzliche Vorschriften und die Rechtsprechung die Haftung von für den Käufer tätigen Beratern und Gutachtern.³⁰⁶

5.3.5 Das Institut der Wirtschaftsprüfer

Wirtschaftsprüfer stellen die größte Gruppe der an einer Due Diligence Beteiligten dar. Nach der Untersuchung von *Berens/Strauch* werden 19,2% der gesamten Manntage während einer Due Diligence von Wirtschaftsprüfern geleistet.³⁰⁷ Diese sind zwar - naturgemäß - hauptsächlich im Rahmen der Financial und Tax Due Diligence engagiert. Allerdings entfallen 3,3%-Punkte der 19,2% auf die Projektleitung, womit die Wirtschaftsprüfungsgesellschaften bei der Projektleitung hinter der M&A-Abteilung und der Geschäftsleitung des Käuferunternehmens auf dem dritten Rang platziert sind.

³⁰³ Vgl. *Picot* (2002a), S. 255-265; *Fleischer/Körber* (2001), S. 841-849 und die Ausführungen in Abschnitt 3.2.5.

³⁰⁴ Vgl. *BGH-Urteil* vom 28.11.2002, BB 2002, S. 428-430.

³⁰⁵ Zu weiteren Urteilen vgl. die Rechtsprechungsberichte zum Unternehmenskauf bei *Klein-Blenkers* (2000), S. 964-971; *Klein-Blenkers* (1999), S. 185-191 und *Klein-Blenkers* (1997), S. 16-21.

³⁰⁶ Vgl. *Berens/Schmitting/Strauch* (2002), S. 93f.

³⁰⁷ Vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 71.

Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) könnte daher ebenfalls zur Entwicklung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence beitragen. Durch die berufsständische Facharbeit erfüllt das IDW eine Brückenfunktion zwischen Wissenschaft und Praxis.³⁰⁸ Prüfungsstandards, Stellungnahmen und Standards werden als Entwurf durch die Gremien des IDW verabschiedet und dem Berufsstand sowie der Öffentlichkeit zur Meinungsäußerung vorgestellt. Durch diese Vorgehensweise ist gewährleistet, dass eine Vielzahl von Sachverständigen an der Entwicklung der Verlautbarungen teilnehmen kann und die Verlautbarungen eine entsprechend hohe Akzeptanz erfahren.

Für die Durchführung einer Due Diligence existiert bislang kein den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)³⁰⁹ vergleichbarer Standard oder Standardentwurf. Gleichwohl wurde die gestiegene Bedeutung von Due-Diligence-Aufträgen beim IDW erkannt. Daher hat der *Fachausschuss Recht* des IDW im Jahre 1998 „Hinweise zur rechtlichen Gestaltung von due diligence-Aufträgen“³¹⁰ verabschiedet. Diese behandeln im Einzelnen:

- Auftragsinhalt/-abgrenzung,
- Sorgfaltspflichten,
- Abschlussprüfer als Due-Diligence-Auftragnehmer,
- Abschlussprüfer als Auskunftsperson,
- Haftungsfragen.

Hierdurch wird nicht der notwendige Inhalt und Ablauf einer Due Diligence geregelt, jedoch lassen sich die Elemente in ein übergeordnetes Gesamtsystem von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence einfügen und werden bei der weiteren Vorgehensweise berücksichtigt.

³⁰⁸ Vgl. *Pooten* (1999), S. 65 und *Künnemann* (1985), S. 204.

³⁰⁹ Vgl. *IDW* (2000a), S. 825-842.

³¹⁰ *Fachausschuss Recht des IDW* (1998), S. 287-289.

5.4 Grundsätze für die Planung der Due Diligence

5.4.1 Abgrenzung der Untersuchungseinheit

5.4.1.1 Abgrenzung nach der Akquisitionsstrategie

Wie in Kapitel 2 gezeigt wurde, ist die Due Diligence, sowohl aus wirtschaftlichen Gründen als auch unter Beachtung der wirtschaftsrechtlichen Restriktionen hinsichtlich der Zulassung der Due Diligence durch die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft, in einem Stadium des Akquisitionsprozesses positioniert, in dem eine grundsätzliche Übereinkunft unter den Parteien über den Vollzug der Transaktion erzielt wurde. Diese manifestiert sich in einem Letter of Intent durch Festlegung der essentialia negotii (Wesenselemente des Geschäfts) und beinhaltet bspw. bereits eine Bandbreite für den Kaufpreis.³¹¹

Die der Akquisition zugrunde gelegte Strategie und die strategische Vorteilhaftigkeit der Akquisition sollten damit in dieser Phase durch den Käufer weitgehend erarbeitet worden sein. Die strategische Vorteilhaftigkeit der Akquisition äußert sich in dem Mehrwert, den das Akquisitionsobjekt durch höhere Zielbeiträge nach Einfügen in den Unternehmensverbund des Käufers stiftet (Verbundberücksichtigungsprinzip nach *Moxter*)³¹². Die Abgrenzung der Untersuchungseinheit nach der Akquisitionsstrategie korrespondiert daher mit dem Grundsatz der Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit.³¹³ Im Rahmen strategisch motivierter Akquisitionen geht sie jedoch darüber hinaus und verlangt ein erweitertes Prinzip der Subjektivität, welches das Akquisitionsobjekt als integralen Bestandteil der übergeordneten Unternehmensstrategie des Käufers charakterisiert.³¹⁴ Die Selbstbewertung des Kaufinteressenten ist damit Voraussetzung einer angemessenen Bewertung des betrachteten Kaufobjektes.³¹⁵

³¹¹ Vgl. *Berens/Mertes/Strauch* (2002), S. 58.

³¹² Vgl. *Moxter* (1983), S. 91-93.

³¹³ Vgl. hierzu *IDW* (2000a), S. 828; *Koch/Wegmann* (2002), S. 47.

³¹⁴ Vgl. *Sieben/Diedrich* (1990), S. 799f.

³¹⁵ Vgl. *Bretzke* (1993), S. 45 und *Pooten* (1999), S. 173f.

Hieraus leitet sich die Notwendigkeit ab, die Due Diligence im Hinblick auf die Unternehmenszielsetzung und die Akquisitionsziele auszurichten und umzusetzen. Die inhaltliche Ausgestaltung der Due Diligence ist somit das Ergebnis einer vorab zu leistenden Definition der strategischen Logik der Akquisitionsentscheidung. Dieser Aufgabe kann sich der Käufer nicht im Vertrauen auf die Identifikation von Wertpotentialen während der Due Diligence entledigen.

Die Abgrenzung der Untersuchungseinheit nach der Akquisitionsstrategie verlangt, dass das Zielunternehmen aus dem bisherigen Verbund der Beziehungen des Unternehmens zu den Beschaffungs-, Absatz- und Finanzmärkten und zu dem bisherigen Eigentümer herausgelöst und in den Verbund des neuen Käufers integriert wird.

Werden diese Schnittstellen des Unternehmens nicht vollständig identifiziert und sorgfältig neu definiert, könnte der Käufer nach erfolgter Übernahme an Verträge gebunden sein, die die Akquisitionsstrategie und die Erzielung eines über den Stand-alone-Wert hinausgehenden Mehrwertes gefährden.

Zur Umsetzung der Abgrenzung nach der Akquisitionsstrategie ist der verfolgte Erwerbzweck gegenüber dem Verkäufer und gegenüber den - internen wie externen - Mitgliedern des Due-Diligence-Teams offen zu legen. Gegenüber dem Verkäufer kann diese Offenlegung durch eine Präambel in der Vereinbarung über die Due Diligence oder im Kaufvertrag erfolgen. Auf diese Weise wird die „Geschäftsgrundlage“ definiert, die Auslegungskriterien für Einzelvereinbarungen schafft.³¹⁶ Den Verkäufer trifft dann eine Pflicht zur Stellungnahme zu den geäußerten Annahmen. Der Käufer darf darauf vertrauen, dass der Verkäufer ihn nicht stillschweigend in einer falschen Annahme oder Erwartung belässt.³¹⁷

Desgleichen ist die Akquisitionsstrategie gegenüber den Mitgliedern des Due-Diligence-Teams zu kommunizieren, damit diese ihre Aufgaben untereinander und in Ausrichtung auf die Akquisitionsstrategie in der Weise durchführen können, dass die Schnittstellen - des Unternehmens mit der Umwelt sowie zwischen allen Teilbereichen der Due Diligence - vollständig und redundanzfrei

³¹⁶ Vgl. *Quack* (1982), S. 353.

³¹⁷ Vgl. *Pöllath* (2000), S. 552, 554.

beachtet werden. Hierfür ist ein interdisziplinäres Verständnis für die Inhalte und Probleme der jeweils anderen Fachbereiche unter den Beteiligten erforderlich.³¹⁸

5.4.1.2 Abgrenzung nach dem Kaufobjekt

Für die Beurteilung, in welcher Höhe Überschüsse aus dem zu kaufenden Unternehmen - unter Berücksichtigung der Verbundwirkungen, s.o. - zu erzielen sind, sowie für die Übertragung des Unternehmens ist die gesellschafts-, steuer- und kaufrechtliche Abgrenzung der Untersuchungseinheit nach dem Kaufobjekt erforderlich. Als Grundformen lassen sich Asset Deal und Share Deal unterscheiden.

Beim Asset Deal erfolgt der Übergang des Unternehmens durch Übertragung der materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände als Gesamtheit oder durch das Herauslösen einzelner und den Verbleib anderer Vermögensgegenstände aus dem Unternehmen.³¹⁹ Die Übertragung erfolgt im Wege der Singularzession (Einzelrechtsnachfolge) und erfordert nach dem Grundsatz der Bestimmtheit eine genaue Konkretisierung der Einzelbestandteile.³²⁰ Bereits bei der Planung der Due Diligence sollte daher eine Definition der zu übertragenden Vermögensgegenstände erfolgen, um sicherzustellen, dass der Käufer weder mehr noch weniger erwirbt als zur Erreichung der Akquisitionsziele angestrebt wird. Die Durchführung der Due Diligence in bilanzieller, steuerlicher und rechtlicher Hinsicht ist dann auf diese Vermögensgegenstände - und ggf. deren Abgrenzung zu den verbleibenden Teilen - auszurichten.³²¹ Veräußerer bei einem Asset Deal ist der Rechtsträger des Unternehmens selbst. Der rechtliche Mantel des Unternehmens verbleibt bei einem Asset Deal beim Eigentümer und die Vermögensbestandteile gelangen unmittelbar in das Unternehmen des Käufers. Die finanziellen Überschüsse aus dem übernommenen Unternehmen werden somit direkt im Jahresabschluss des Käufers abgebildet.

³¹⁸ Vgl. *Picot* (2000a), S. 347.

³¹⁹ Vgl. *Hölters* (2002), S. 3; *Holzapfel/Pöllath* (2000), S. 91 und *Picot* (1998), S. 38.

³²⁰ Vgl. *Stiller* (2002), S. 2619f. und *Picot* (1998), S. 39.

³²¹ So wurde aus der Praxis darüber berichtet, dass bei der Unternehmensübertragung ganze Beteiligungen an Gesellschaften aus der Vermögensmasse unbesehen und ursprünglich ungeplant mit auf den Käufer übertragen wurden.

Bei einem Share Deal sind die Beteiligungsrechte (Aktien, Geschäftsanteile, Beteiligungen) Gegenstand des Kaufvertrages. Eine Überleitung durch Einzelrechtsnachfolge ist nicht notwendig.³²² Die Abgrenzung nach dem Kaufobjekt konzentriert sich bei diesem Erwerbsmodell auf die Einbeziehung respektive vorherige Herauslösung von Tochtergesellschaften.

Die Abgrenzung nach dem Kaufobjekt dürfte in Situationen, in denen eine einzelne Gesellschaft oder ein Einzelunternehmen zu übertragen ist, wenig Schwierigkeiten bereiten. Weiter gehende Abgrenzungsfragen stellen sich jedoch, wenn eine Unternehmensgruppe mit mehreren Unternehmen und Tochtergesellschaften im In- und Ausland Gegenstand der Akquisition ist.³²³ In diesem Fall ist eine umfassende Definition des bzw. der Kaufobjekte erforderlich, um die kaufrechtliche Übertragung sowie die spätere Vereinnahmung der geplanten Gewinne aus den Unternehmen und Tochtergesellschaften sicherzustellen.

5.4.2 Abgrenzung der Teilbereiche der Due Diligence

5.4.2.1 Hierarchisierung der Teilbereiche

Die Abgrenzung der Untersuchungsteileinheiten erfolgt in der Regel nach sachlichen und personellen Aspekten. Ergebnis ist die Aufteilung der Due Diligence in Financial Due Diligence, Tax Due Diligence, Legal Due Diligence, Commercial/Market Due Diligence, Human Resources Due Diligence, Organizational Due Diligence, Technical Due Diligence, Environmental Due Diligence etc.³²⁴ Innerhalb jedes einzelnen Teilbereichs ist eine vergangenheits-, gegenwarts- und zukunftsorientierte Untersuchung durchzuführen. Der Financial Due Diligence und der Legal Due Diligence kommt hierbei eine übergeordnete und übergreifende Funktion zu, da diese die Ergebnisse der anderen Teilbereiche aufnehmen und in die Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage und die Planungsrechnungen (Financial Due Diligence) sowie in die Vereinba-

³²² Vgl. *Picot* (1998), S. 49-52 und *Holzapfel/Pöllath* (2000), S. 91f.

³²³ Zur Organisation der Due Diligence einer Unternehmensgruppe vgl. *Berens/Hoffjan/Strauch* (2002), S. 145f.

³²⁴ Zum Inhalt und zur Durchführung der Due Diligence in den einzelnen Teilbereichen vgl. die Ausführungen in Kapitel 6.

nung von Garantien und die Ausarbeitung des Kaufvertrags (Legal Due Diligence) integrieren.

Soll die Due Diligence einen Beitrag zum Akquisitionserfolg leisten, ist die Due Diligence auf die Determinanten auszurichten, die den Akquisitionserfolg bestimmen. Diese Determinanten sind die erwarteten zukünftigen finanziellen Überschüsse aus dem Akquisitionsobjekt im Verbund des Käufers sowie die mit diesen Überschüssen verbundenen Risiken. Die Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung sollte demnach für die Due Diligence gleichermaßen gelten. Dies ist jedoch bislang nicht durchgängige Meinung: „Bei der Unternehmensbewertung stehen quantitative und monetäre Größen im Vordergrund, bei der Due Diligence eher qualitative Beschreibungen und Einschätzungen. Die Due Diligence ist strikt gegenwartsbezogen; die Unternehmensbewertung ist - nach dem derzeitigen Meinungsstand - strikt zukunftsbezogen (Zielgröße: „Zukunftserfolgswert“).“³²⁵ Diese Auffassung kann weder überzeugen noch hält sie einer integrierten Betrachtung der Instrumente Unternehmensbewertung und Due Diligence stand:

- Da dem Akquisitionsobjekt ein monetärer Wert in Form des Kaufpreises gegenübersteht,³²⁶ ist auch der Gegenwert monetär zu quantifizieren, wenn die Messung eines Akquisitionserfolgs möglich sein soll. Daher sind auch qualitative Beschreibungen und Einschätzungen letztlich - soweit dies unter Anerkennung der Grenzen der Informationsbeschaffung und -verarbeitung möglich ist - zu quantifizieren.
- Eine Due Diligence beginnt regelmäßig mit der Beschaffung und Auswertung von Informationen über die Vergangenheit und Gegenwart der Zielgesellschaft. Durch die Offenlegung von Kausalketten lassen sich Informationen über das Zustandekommen des Unternehmenserfolgs in der Vergangenheit sowie über Dispositionen in der Vergangenheit, die Wirkung in der Zukunft entfalten (bspw. abgeschlossene langfristige Verträge), gewinnen. Insoweit ist eine Vergangenheits- und Gegenwartsanalyse ge-

³²⁵ *Barthel* (2000), S. 8.

³²⁶ Dies können liquide Mittel, aber auch eigene Aktien als „Akquisitionswährung“ sein, vgl. zu Letzterem *Picot* (2000b), S. 265-270. In beiden Fällen handelt es sich um einen monetär quantifizierten Kauf- oder Tauschpreis.

rechtfertigt und notwendig. Begnügt man sich jedoch mit der Darstellung des aktuellen Status der Zielgesellschaft, würde im Hinblick auf den Wert des Unternehmens implizit eine Perpetuierung der Unternehmensentwicklung aus der Vergangenheit in die Zukunft unterstellt werden.

5.4.2.2 Schnittstellen zwischen den Teilbereichen

Bei der Strukturierung und Abgrenzung der Teilbereiche der Due Diligence tritt ein Schnittstellenproblem auf, welches eine isolierte Bearbeitung im Verhältnis zu den anderen Teilbereichen sowie innerhalb der Teilbereiche verbietet.

Schnittstellen existieren zwischen den einzelnen Teilbereichen und sind darin begründet, dass bestimmte Fragestellungen aus unterschiedlichen Perspektiven zu beleuchten sind. Entsprechend haben die Teilbereiche jeweils auch eine Querschnittsfunktion in Bezug auf andere Teilbereiche inne.³²⁷ Offensichtlich sind die Schnittstellen zwischen der Financial Due Diligence und der Legal Due Diligence untereinander sowie mit sämtlichen anderen Teilbereichen. Folgerichtig erfüllt die Bearbeitung der einzelnen Teilbereiche keinen Selbstzweck, sondern ist stets mit Blick auf die anderen Teilbereiche vorzunehmen. Zwei Beispiele sollen dies veranschaulichen:

- Eine Produktionsanlage ist sowohl hinsichtlich der bilanziellen Werthaltigkeit (Financial Due Diligence), der Besitzverhältnisse bspw. bei Leasing oder Miete (Legal Due Diligence, Tax Due Diligence), der Flexibilität zur Anpassung an geänderte Kundenanforderungen (Production/Technical Due Diligence, Market Due Diligence) oder der Einhaltung von Umweltstandards (Environmental Due Diligence) zu prüfen.
- Das Management und die Mitarbeiter sind hinsichtlich Lohn- und Gehaltshöhe und Pensionszusagen (Financial Due Diligence, Tax Due Diligence), Abfindungsregelungen (Financial Due Diligence, Legal Due Diligence) sowie Fähigkeiten und Motivation zur Erreichung angestrebter Ziele (Human Resources Due Diligence, Market Due Diligence) zu beurteilen.

³²⁷ Vgl. mit dem Hinweis auf die Aufgabenverteilung und Schnittstellendefinition unter den Mitgliedern des Due-Diligence-Teams *Wagner/Russ* (2002), S. 1011 und *Pollanz* (1997), S. 1355.

Die dargelegten Schnittstellen stellen ein generelles betriebswirtschaftliches Problem dar und sind auch im Verlauf der Due Diligence zu beachten. Zu diesem Zweck ist die koordinierte Auswertung der Ergebnisse der einzelnen Teilbereiche sicherzustellen, indem eine Struktur und Hierarchisierung entwickelt wird, die die Beziehungen innerhalb und zwischen den Teilbereichen offen legt und damit gleichzeitig den Aufgabenträgern die Kommunikationswege zu den anderen Beteiligten zuweist.

5.4.3 Festlegung der Untersuchungsbereiche und der -intensität

5.4.3.1 Festlegung der Untersuchungsbereiche

Nach der Definition und Abgrenzung der möglichen Teilbereiche der Due Diligence ist eine Entscheidung darüber zu treffen, ob alle oder nur einzelne Teilbereiche bearbeitet werden sollen. Entsprechend handelt es sich um eine Full Scope Due Diligence (alle Teilbereiche) oder eine Limited Scope Due Diligence (einzelne Teilbereiche).³²⁸ Notwendig wäre - zumindest in einem Anfangsstadium, in dem das Wissen über die Zielgesellschaft naturgemäß begrenzt ist - eine zunächst vollständige und ganzheitliche Bearbeitung aller Teilbereiche, um beim Käufer keine Informationslücken entstehen zu lassen. Dieser Forderung sind jedoch Grenzen in Form von zeitlichen und finanziellen Restriktionen gesetzt. Sofern daher überhaupt von einer vollständigen Bearbeitung aller Teilbereichen in voller Untersuchungsintensität abgesehen wird, sollte dies in Abhängigkeit des Wissens über das Risikopotential in den Teilbereichen im Verlauf der Due Diligence erfolgen.

Mit der Frage, nach welchen Kriterien eine Entscheidung darüber getroffen werden soll, ob alle Teilbereiche in eine Due Diligence einbezogen bzw. welche Teilbereiche ggf. ausgewählt werden sollen, hat sich das Schrifttum bislang nicht beschäftigt.

Zur Auswahl der Teilbereiche kann zunächst eine Unterscheidung in obligatorische und fakultative Teilbereiche vorgenommen werden.

³²⁸ Vgl. *Scott* (2001b), S. 14.

Zu den obligatorischen Teilbereichen sollen die Financial Due Diligence und Legal Due Diligence gezählt werden.³²⁹ Diese besitzen aufgrund der übergeordneten und übergreifenden Funktion in einer Due Diligence eine besondere Stellung und stellen zugleich das Bindeglied zwischen der Akquisitionsplanung vor der Due Diligence und der Unterzeichnung des Vertragswerkes nach der Due Diligence dar.

Die weiteren Teilbereiche der Due Diligence sollen als fakultative Teilbereiche bezeichnet werden. Die Notwendigkeit ihrer Durchführung kann im Einzelfall anhand der folgenden Kriterien beurteilt werden:

- Bedeutung für die Akquisitionsziele und
- Einschätzung der mit einem Teilbereich verbundenen Risiken.³³⁰

Aufgrund des vor der Durchführung der Due Diligence notwendigerweise geringen Informationsstands sollten auch fakultative Teilbereiche nur dann im Vorfeld ausgeschlossen werden, wenn diese im Hinblick auf die Art der Geschäftstätigkeit, die Branche und Größe des Unternehmens offenbar nicht sinnvoll sind. So erübrigen sich bspw. eine Technical Due Diligence der Produktionsanlagen und eine Environmental Due Diligence bei einem Dienstleistungsunternehmen ohne eigenen Grundbesitz.

5.4.3.2 Festlegung der Untersuchungsintensität

Neben der Frage, ob ein bestimmter Teilbereich der Due Diligence bearbeitet wird, ist die Frage zu beantworten, in welcher Intensität diese Bearbeitung wird. Hier kann wiederum auf die Bedeutung für die Akquisitionsziele sowie die Einschätzung der mit einem Teilbereich verbundenen Risiken Bezug genommen werden. Ansatzpunkte für eine weitere Systematisierung und Bestimmung der Untersuchungsintensität könnten über eine Nutzung der Grundgedanken und des Instrumentariums der risikoorientierten Prüfung, welche für die Jahresabschlussprüfung entwickelt wurden, gewonnen werden.

Beim risikoorientierten Prüfungsmodell³³¹ wird im Rahmen der Prüfungsplanung auf der Basis des vor der Prüfung gegebenen Informationsstands der Um-

³²⁹ Vgl. *Vogt* (2001), S. 2033, die „im Regelfall“ hierzu auch die Tax Due Diligence zählt.

³³⁰ Vgl. *Berens/Hoffjan/Strauch* (2002), S. 132.

fang detaillierter Prüfungshandlungen anhand des inhärenten Risikos des Unternehmens festgelegt. Dieses inhärente Risiko wird bestimmt durch die Branchenzugehörigkeit, Unternehmensgröße, wirtschaftliche Lage, Integrität und Qualität des Managements und der Mitarbeiter etc.³³²

Für die Festlegung der Untersuchungsintensität der Teilbereiche der Due Diligence können diese Kriterien ebenfalls herangezogen werden. Jedoch ist eine Modifizierung im Hinblick auf das Untersuchungsziel notwendig. Danach sollte die Untersuchungsintensität eines Teilbereichs korrelieren mit der Einschätzung, inwieweit Risiken in diesem Teilbereich die Höhe der geplanten finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen beeinflussen. Haben die Parteien vor der Durchführung der Due Diligence im Letter of Intent eine Kaufpreisbandbreite verabredet, oder hat der Käufer im Rahmen der Akquisitionsplanung eine (vorläufige) Grenzpreisbestimmung vorgenommen, lässt sich hieraus die Höhe der zukünftigen finanziellen Überschüsse ableiten. Einzuschätzen ist dann für die Festlegung der Untersuchungsintensität die Sensitivität einzelner Risikopositionen eines Teilbereichs auf die finanziellen Überschüsse.

5.4.4 Abstimmung der Planung mit dem Zielunternehmen

Die Festlegung der Teilbereiche der Due Diligence sowie der Untersuchungsintensität kann nicht ohne die Mitwirkung des Verkäufers respektive des Managements des Zielunternehmens erfolgen. Hierzu legt der Käufer dem Verkäufer entweder eine Liste der gewünschten Unterlagen und sonstigen Informations vor, mit Hilfe derer die Fragen des Käufers beantwortet werden können.³³³ Die andere Alternative besteht darin, dem Verkäufer direkt die entsprechenden Fragen und Untersuchungspositionen vorzulegen.

In jedem Falle sollte eine Übereinkunft über die offen gelegten Unterlagen und den Umfang und die Intensität der Untersuchungshandlungen erzielt und auch schriftlich fixiert werden. Bei Gewährleistungsfragen nach erfolgter Übertragung des Unternehmens ist regelmäßig die Frage zu beantworten, ob der Käu-

³³¹ Vgl. *Stibi* (1995), S. 89-135; *Ködel* (1997), S. 113-189 und *Marten/Quick/Ruhnke* (2001), S. 180-194.

³³² Vgl. *Stibi* (1995), S. 68-75 und *Ködel* (1997), S. 131.

³³³ Vgl. *Vogt* (2001), S. 2034.

fer einen Mangel kannte oder einen Mangel nicht kannte. Kannte er einen Mangel nicht, ist dies entweder darauf zurückzuführen, dass er kein Interesse an der Offenlegung bestimmter Sachverhalte hatte oder er nach bestimmten Informationen gefragt hatte, ihm diese aber verweigert oder unwahr erteilt wurden.

Im Interesse des Unternehmens und der Verkehrssicherheit sowie zur Vermeidung von Rechtsstreitigkeiten nach der Unternehmensübertragung sollten die Informationsanforderungen des Käufers sowie die Informationserteilung (respektive -verweigerung) des Verkäufers daher dokumentiert werden.³³⁴

- Hat der Verkäufer Unterlagen offen gelegt und Informationen zur Verfügung gestellt, kann der Verkäufer darauf verweisen, dass der Käufer Kenntnis hiervon hatte.
- Hat der Verkäufer angeforderte Unterlagen nicht offen gelegt und Informationen nicht zur Verfügung gestellt, kann sich der Käufer darauf berufen, dass er keine Kenntnis bzgl. dieser Umstände haben konnte.

Die Dokumentation dient dem Schutz sowohl des Käufers als auch des Verkäufers und erleichtert die Rekonstruktion der Aufklärungs- und Untersuchungshandlungen im Falle von Gewährleistungsansprüchen nach dem Kauf.

In Abbildung 16 ist das Ergebnis aus der empirischen Untersuchung von *Berens/Strauch* zur Planung und Durchführung der Due Diligence hinsichtlich der Offenlegung von Unterlagen dargestellt.³³⁵ Gezeigt wird, welche Unterlagen dem Käufer im Rahmen einer Due Diligence zur Verfügung gestellt wurden; zunächst unabhängig von der Frage, auf wessen Initiative die Bereitstellung (vorab durch den Verkäufer oder erst auf Anfrage des Käufers) erfolgte. Den höchsten Wert der Bereitstellung weisen erwartungsgemäß die Jahresabschlüsse mit 97,9% auf. Diese sind, in Abhängigkeit der Rechtsform und der Größe des Unternehmens, aufgrund handels- und gesellschaftsrechtlicher Publizitätspflichten oftmals ohnehin öffentlich verfügbar. Informationen des internen Rechnungswesens, wie bspw. Planungsrechnungen (89,2%) oder Sparten-, Deckungsbeitrags- und Ergebnisrechnungen (75,9%), werden bereits weniger

³³⁴ Vgl. *Pöllath* (2000), S. 555.

³³⁵ Vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 74f.

oft zur Verfügung gestellt. Sonstige Unterlagen zeigen fast durchweg hohe bis sehr hohe Quoten der Bereitstellung. Am unteren Ende des Spektrums mit unter 70,0% stehen die offenbar sensibleren Informationen in Form der Protokolle der Gesellschafterversammlungen (69,8%), Marktanalysen (55,7%) und Risikoauswertungen (37,7%). Letztere Position weist als einzige einen Wert von unter 50,0% auf. Ein Grund hierfür kann auch sein, dass diese Informationen im Zielunternehmen nicht vorlagen.

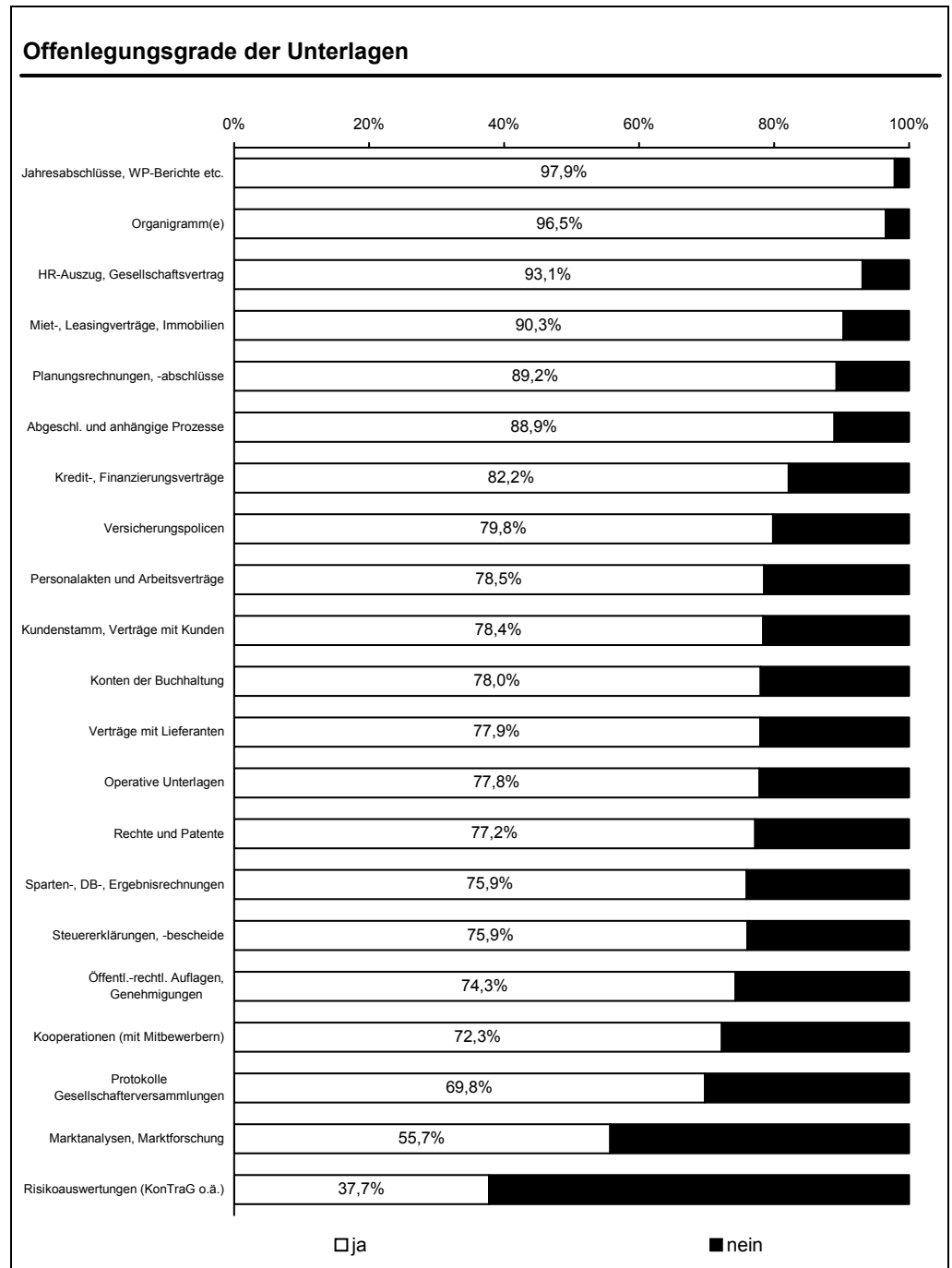


Abbildung 16: Unterlagen des Zielunternehmens nach dem Grad der Offenlegung (N=232)³³⁶

Die Auswertung der Abbildung 16 und die hohen Quoten der Bereitstellung der Unterlagen führen zu dem Fazit, dass der Informationsaustausch zwischen Zielunternehmen und Käufer offenbar recht ausgeprägt ist. Sofern eine Due Diligence durchgeführt wird, kann entsprechend von einer breiten Informationsbasis ausgegangen werden. Nicht deckungsgleich hiermit ist die Frage, ob

³³⁶ Quelle: *Berens/Strauch* (2002a), S. 76.

die Auswertung der Informationen auch adäquat erfolgte und die Konsequenzen in Form der Absicherung gegen evtl. Risiken im Einzelfall richtig gezogen wurden. Allerdings bietet die Übersicht der Abbildung 16 einen Anhaltspunkt, welche Informationsbasis bei einer Due Diligence zugrunde gelegt werden kann und mit welchen Unterlagen sich der Käufer beschäftigen sollte, um bei späteren rechtlichen Auseinandersetzungen nicht dem Vorwurf einer nachlässigen Untersuchung des Zielunternehmens ausgesetzt zu sein.

Wurden die Unterlagen offen gelegt, ist ferner von Interesse, ob der Verkäufer bzw. das Zielunternehmen diese von sich aus vorab dem Käufer übergeben hat oder der Käufer diese explizit anfordern musste. In Abbildung 17 ist daher auf die zur Verfügung gestellten Unterlagen insgesamt abgestellt (entspricht 100%) und bei diesen danach differenziert, inwieweit der Verkäufer diese vorab zur Verfügung stellte.

Während die Auswertung in Abbildung 16 verdeutlicht, dass viele der aufgeführten Unterlagen letztlich Gegenstand des Informationsaustauschs im Rahmen der Due Diligence sind, zeigt Abbildung 17 nun weitergehend, dass die meisten Unterlagen erst auf explizites Verlangen des Käuferunternehmens offen gelegt werden. Lediglich die in der Rangfolge ersten vier Positionen (Organigramme, Jahresabschlüsse, Planungsrechnungen, Handelsregisterauszug bzw. Gesellschaftsvertrag) werden in über 50,0% der Nennungen ohne Verlangen des Käufers übergeben. Auf den unteren Plätzen rangieren Konten der Buchhaltung sowie Personalakten und Arbeitsverträge. Diese Unterlagen einzusehen verlangt in mehr als 3/4 der Fälle die aktive Informationsanfrage des Käufers.

Insgesamt haben die empirischen Befunde ergeben, dass die Bereitstellung und Einsicht in Unterlagen eine Holschuld des Käufers ist. Obgleich der Austausch der Informationen im Vorfeld der Akquisition in den meisten Fällen einen Konsens darstellt, wie dies Abbildung 16 zeigt, ist der Käufer gefragt, seine Informationsbedürfnisse zu definieren und diese dem Verkäufer zu artikulieren. Dies geschieht im Rahmen des Akquisitionsprozesses oftmals durch die Due Diligence Information Request List, die der Käufer auf der Basis seiner

Checkliste und der sonstigen Fragen an den Verkäufer zusammenstellt und dem Verkäufer übermittelt.³³⁷

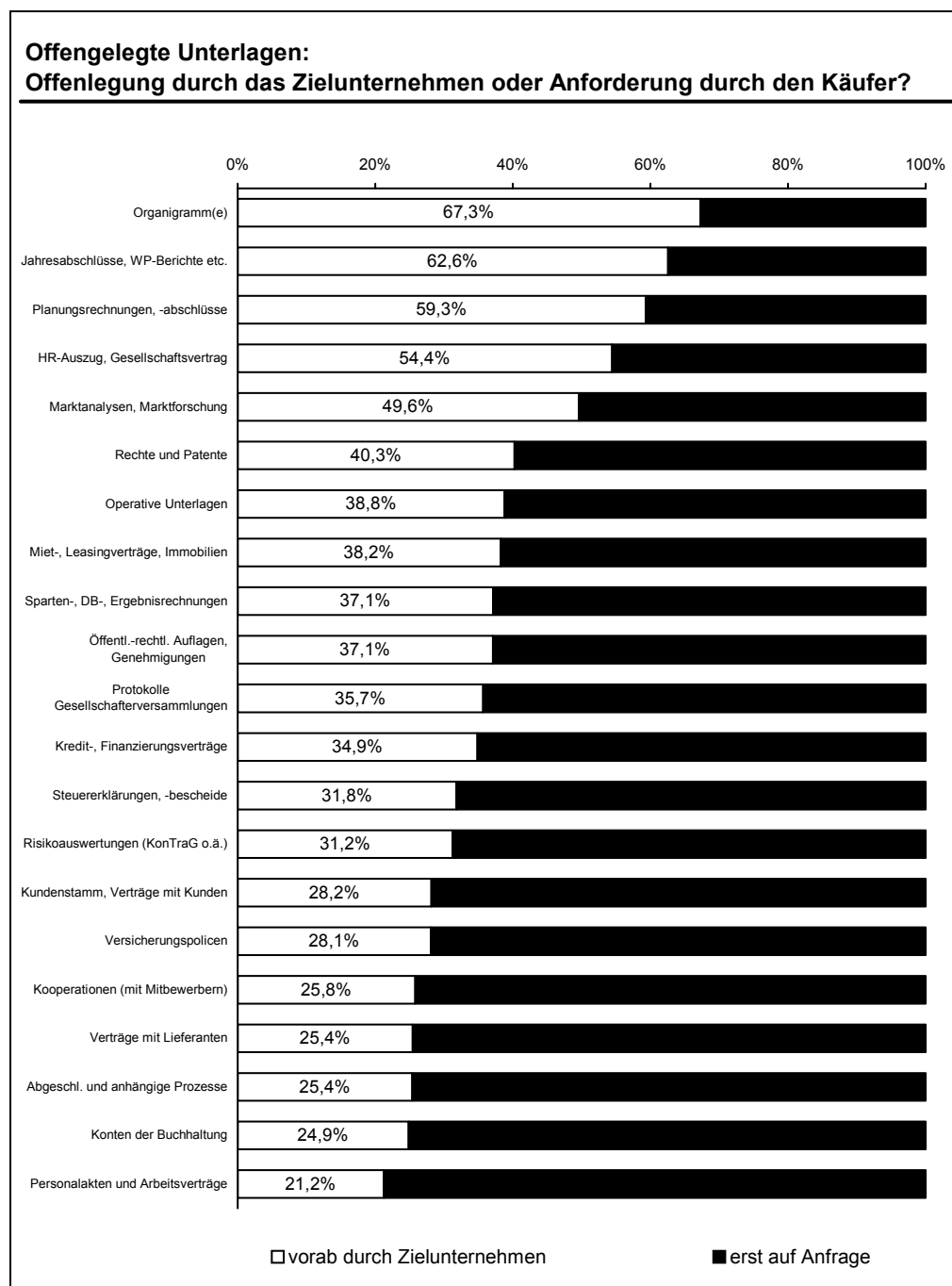


Abbildung 17: Offengelegte Unterlagen des Zielunternehmens nach dem Grad der Vorab-Offenlegung durch das Zielunternehmen (N=232)³³⁸

³³⁷ Vgl. Berens/Hoffjan/Strauch (2002), S. 145.

³³⁸ Quelle: Berens/Strauch (2002a), S. 78.

5.4.5 Beauftragung von Beratern und Gutachtern

Eine Due Diligence wird häufig vollständig oder teilweise durch Berater und Gutachter wie Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Rechtsanwälte, Umweltgutachter oder IT-Experten durchgeführt. Grundlage hierfür ist ein schriftlich zu vereinbarenden Auftrag an den Berater, der in den meisten Fällen durch den Käufer erteilt wird.³³⁹ Im Auftragschreiben müssen die Untersuchungsschwerpunkte und die Leistungsinhalte sowie die Untersuchungsintensität fixiert werden, um die Koordination unter den für die einzelnen Teilbereiche Verantwortlichen sowie der Ergebnisse der Due Diligence mit den Akquisitionszielen sicherzustellen.³⁴⁰ Des Weiteren sind die Höhe des Honorars (pauschales Honorar oder zeit- und aufwandsabhängiges Honorar) und die Zahlungsmodalitäten, der Beginn und der zeitliche Rahmen der Durchführung, Konventionalstrafen sowie Haftungsfragen und sonstige Rechtsfolgen bei nicht auftragsgemäßer Durchführung Gegenstand des Auftrages.

5.4.5.1 Auftragsinhalt und -abgrenzung

Der Inhalt eines Auftrags an externe Berater und Gutachter zur Durchführung einer Due Diligence ist weder gesetzlich geregelt noch im Rechtsverkehr allgemein standardisiert. Mit der Formulierung des Auftrags an Wirtschaftsprüfer hat sich der *Fachausschuss Recht* des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) beschäftigt und „Hinweise zur rechtlichen Gestaltung von due diligence-Aufträgen“³⁴¹ erarbeitet.³⁴²

Empfohlen wird, das Datenmaterial für die Durchführung des Auftrags zu bestimmen und zu vereinbaren, ob die Daten als feststehend gelten oder auch geprüft werden sollen. Zu beachten sind auch im Rahmen einer Due Diligence die allgemeinen Sorgfaltspflichten eines Wirtschaftsprüfers, insbesondere der Grundsatz der Gewissenhaftigkeit (§ 43 Abs. 1 WPO).³⁴³ Der Abschlussprüfer

³³⁹ Eine Ausnahme besteht bei einer Due Diligence auf Veranlassung des Verkäufers (Vendor Due Diligence). Hierbei handelt der Auftragnehmer im Auftrag des Verkäufers, die Vorgehensweise entspricht jedoch derjenigen bei unmittelbarer Beauftragung durch einen potentiellen Käufer, vgl. *Nawe/Nagel* (2002), S. 509-534.

³⁴⁰ Vgl. *Wagner/Russ* (2002), S. 1006.

³⁴¹ *Fachausschuss Recht des IDW* (1998), S. 287-289.

³⁴² Vgl. auch *Helbling* (2001), S. 162-165.

³⁴³ Vgl. *Wagner/Russ* (2002), S. 1007.

der Zielgesellschaft kann sowohl selbst Auftragnehmer für eine Due Diligence sein als auch dem Kaufinteressenten als Auskunftsperson zur Verfügung stehen, sofern die Zielgesellschaft dem zustimmt und der Wirtschaftsprüfer von der Verschwiegenheitspflicht entbunden wurde. Voraussetzung für eine Auskunftserteilung ist zudem eine gesonderte Abrede zwischen Abschlussprüfer und dem Kaufinteressenten, in der bspw. die Haftungsfreistellung bzw. -begrenzung festzulegen ist. Der *Fachausschuss Recht* betont, dass sich eine Auskunftserteilung regelmäßig nur auf die Verhältnisse am Abschlussstichtag und nicht auf Aussagen zu Entwicklungen nach dem Abschlussstichtag beziehen kann. Für Letztere ist eine gesonderte Beauftragung notwendig.³⁴⁴

5.4.5.2 Beraterhaftung

Das Ziel der Beauftragung von Beratern und Gutachtern besteht in der Nutzung des fachlichen Know-hows, nicht in der Abwälzung des wirtschaftlichen Risikos der Transaktion. Gleichwohl haftet der Auftragnehmer für von ihm schuldhaft verursachte Schäden grundsätzlich unbeschränkt. Ein Wirtschaftsprüfer bzw. eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wird daher eine Haftungsbegrenzung für schuldhafte und/oder fahrlässige Pflichtverletzung im Rahmen der „Allgemeinen Auftragsbedingungen“ oder im Rahmen einer Individualabrede nach § 54a Abs. 1 WPO vereinbaren.³⁴⁵

Die Rechtsprechung hat sich des Öfteren mit der Beraterhaftung im Zusammenhang mit einem Unternehmenskauf beschäftigt. So kann bspw. ein Abschlussprüfer auch ohne einen Auftrag durch den Unternehmenskäufer diesem gegenüber aus positiver Vertragsverletzung mit Schutzwirkung zugunsten Dritter für die Richtigkeit des testierten Jahresabschlusses haften, wenn ihm bekannt ist, dass das Unternehmen verkauft werden soll und die Bilanz als Entscheidungsgrundlage für den Käufer dienen soll. Die Haftung des Steuerberaters einer GmbH gegenüber dem Erwerber von Geschäftsanteilen für Unrichtigkeiten einer von ihm erstellten Bilanz oder sonstigen Unterlagen kommt unter dem Gesichtspunkt eines konkludenten Auskunftsvertrags mit dem Erwerber oder der Verletzung von Schutzpflichten gegenüber dem Erwerber aus

³⁴⁴ Vgl. *Fachausschuss Recht des IDW* (1998), S. 288f.

³⁴⁵ Vgl. *Wagner/Russ* (2002), S. 1007f. Zu den Haftungsgrundlagen und den Sorgfaltspflichten eines Rechtsanwalts im Rahmen der Due Diligence vgl. *Jaletzke* (1999), S. 214-218.

dem Steuerberatervertrag in Betracht, wenn diese Unterlagen dem Erwerber im Zusammenhang mit den Erwerbsverhandlungen zugeleitet worden sind und er seinen Erwerbsentschluss hierauf gestützt hat.³⁴⁶ Ist ein Wirtschaftsprüfer mit der Prüfung der wirtschaftlichen Konsequenzen eines geplanten Kaufs beauftragt, wurde in zwei Fällen judiziert, dass zum Prüfungsauftrag nicht nur die Ermittlung der Ertragsaussichten, sondern auch die Vorlage eines Liquiditätsplans und eines Zahlungsplans gehört.³⁴⁷

³⁴⁶ Vgl. *OLG Köln-Urteil* vom 23.5.2000, GmbHR 2000, S. 880-884.

³⁴⁷ Vgl. *BGH-Urteil* vom 30.9.1981, ZIP 1981, S. 1213-1215; *OLG Köln-Urteil* vom 13.3.1980, ZIP 1980, S. 991-992.

5.5 Grundsätze für die Durchführung der Due Diligence

5.5.1 Struktur der Durchführung der Due Diligence

Die Struktur der bei der Durchführung der Due Diligence zu durchlaufenden Prozessschritte soll anhand der nachfolgenden Abbildung 18 skizziert werden.

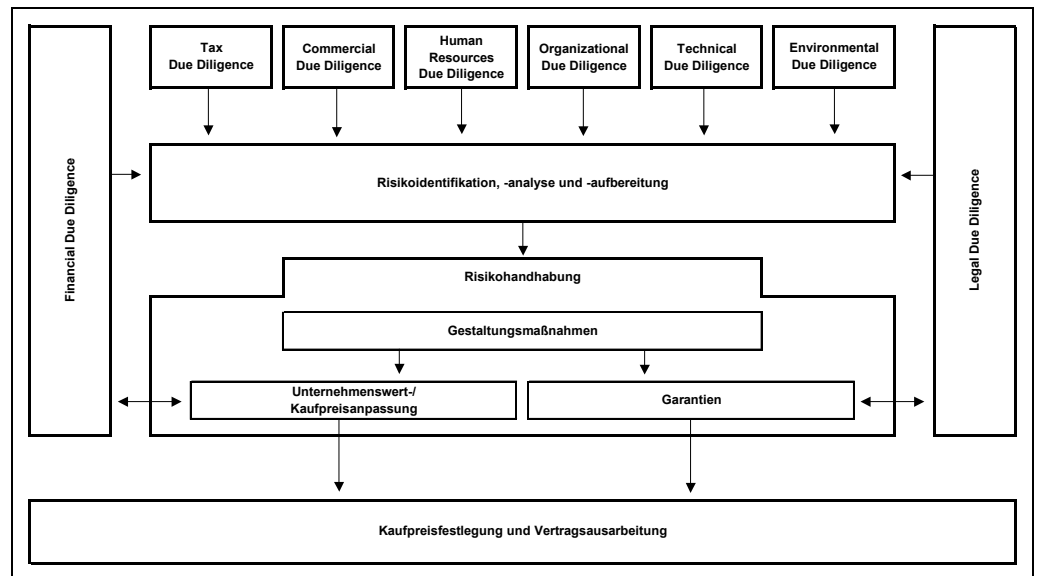


Abbildung 18: Struktur der Durchführung der Due Diligence

Für die ausgewählten Untersuchungsbereiche erfolgt zunächst eine retrograde und progressive Identifikation von Risiken, eine Analyse der Wechselwirkungen und Abhängigkeiten zwischen den Risiken sowie eine anschließende Aufbereitung der Risiken. Auf der Basis der aufbereiteten Risiken werden Lösungen für die Handhabung der Risiken in Form von Gestaltungsmaßnahmen (zur Risikovermeidung bzw. -verminderung), Garantien (zur Risikoüberwälzung) und Unternehmenswertanpassungen (zur Risikotragung) erarbeitet. Ziel sollte es sein, alle zuvor identifizierten Risiken vollständig und redundanzfrei durch entsprechende Lösungen im Rahmen der Risikohandhabung berücksichtigt zu haben. Hiermit ist die Durchführung der Due Diligence abgeschlossen. Es schließt sich die Festlegung des Kaufpreises und die Vertragsausarbeitung an, welche nicht mehr Gegenstand der Due Diligence selbst sind, jedoch die Ergebnisse der Due Diligence nutzen.

5.5.2 Risikoidentifikation in den Untersuchungsbereichen

5.5.2.1 Risiken in der Due Diligence

Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen soll die herrschende im Schrifttum geäußerte Auffassung sein, dass eine Due Diligence der Aufdeckung der Risiken der Zielgesellschaft dient.³⁴⁸ Diese Motive finden auch empirische Bestätigung: In der Umfrage von *Berens/Strauch* bezeichneten 44,6% der Käuferunternehmen die Identifizierung und Beurteilung von Risiken als vorrangiges Ziel bzw. Schwerpunkt der Due Diligence.³⁴⁹

Für die weiteren Ausführungen ist zum einen der Risikobegriff näher zu explizieren, zum anderen ist die Verbindung zwischen den während der Due Diligence aufzudeckenden Risiken und der Unternehmensbewertung herzustellen.

Einer betriebswirtschaftlich allgemein akzeptierten Definition nach kann Risiko als „Gefahr einer Fehlentscheidung mit der Folge eines Schadens“³⁵⁰ verstanden werden. Das gesamte Akquisitionsrisiko besteht in der Gefahr einer Verringerung des ex ante geplanten Akquisitionserfolgs. Das Risikoausmaß einzelner Risiken, die den Akquisitionserfolg gefährden, wird in der Regel durch eine Wertkomponente und eine Wahrscheinlichkeitskomponente beschrieben. Die Wertkomponente drückt die Schadenshöhe im Schadensfall aus, die Wahrscheinlichkeitskomponente die Stärke der Erwartung, dass ein Schaden tatsächlich eintritt.³⁵¹

Angewendet auf die vorliegende Entscheidung über einen Unternehmenskauf sind Risiken zu identifizieren sowie hinsichtlich der Dimensionen Schadenshöhe, Eintrittswahrscheinlichkeit und - aufgrund der Zukunftsbezogenheit der Wertermittlung - zusätzlich hinsichtlich des Eintrittszeitpunktes, bzw. der Eintrittszeitpunkte bei wiederkehrenden Ereignissen, zu bewerten. Folglich ist bei

³⁴⁸ Vgl. bspw. *Vogt* (2001), S. 2027; *Binder/Lanz* (1993), S. 15; *Spill* (1999), S. 1787.

³⁴⁹ Vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 52.

³⁵⁰ *Mag* (1981), S. 480. Risiko wird damit im Allgemeinen als ungünstige Abweichung von Plandaten oder Erwartungen verstanden. Gleichwohl soll hier auch der positive Fall einer günstigen Abweichung von Plandaten oder Erwartungen einbezogen werden (Chance). Diese Einbeziehung ist zum einen aufgrund der Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips notwendig. Zum anderen sollte die Kompensation von Risiken durch diesen gegenüberstehende Chancen nicht vernachlässigt werden. Die nachfolgenden Ausführungen sind in diesem Sinne zu verstehen, auch wenn dies nicht jeweils explizit formuliert wird.

³⁵¹ Vgl. *Mag* (1981), S. 490.

allen im Rahmen der Due Diligence untersuchten Sachverhalten die Frage zu beantworten, inwieweit diese eine negative oder positive Abweichung vom Erwartungswert der geplanten zukünftigen Überschüsse zur Folge haben können und wann mit ihrem Eintritt zu rechnen ist. Risiken, denen der Käufer unmittelbar nach dem Eigentumsübergang ausgesetzt ist, schlagen direkt auf den Unternehmenswert durch, während Risiken bezüglich späterer Jahre - bei gleicher Schadenshöhe und Eintrittswahrscheinlichkeit - aufgrund des Zeiteffektes (Abzinsung) den Unternehmenswert in geringerer Höhe beeinflussen.

Die Notwendigkeit einer zukunftsorientierten Betrachtung soll anhand des folgenden Beispiels veranschaulicht werden. Im einfachsten Fall jährlich konstanter erwarteter Überschüsse (ewige Rente) ab dem Erwerbszeitpunkt, einem Kalkulationszinssatz von 10% und eines unterstellten unendlichen Planungshorizonts beträgt der Anteil der ersten sieben Planjahre am Unternehmenswert 48,7% und derjenige der Jahre acht bis ∞ 51,3% (vgl. Abbildung 5). Vergewärtigt man sich, dass ein Unternehmen i.d.R. nicht in Höhe des halben Unternehmenswertes übernommen werden kann, wird die Notwendigkeit einer möglichst exakten Planung fernerer Perioden offenbar. Eine genaue Analyse der Ertragskraft in der nahen Zukunft (die ersten drei bis sieben Jahre) ist in diesem Zusammenhang noch nicht einmal die „halbe Miete“, wenn die Due Diligence einen entscheidenden Beitrag für die Unternehmensbewertung liefern soll.

Für die weiteren Ausführungen bietet sich eine Unterscheidung in generelle Risiken des Unternehmens und spezifische Risiken der Unternehmensübertragung an. Generelle Risiken betreffen die Geschäftstätigkeit des Unternehmens und sind unabhängig vom Eigentumsübergang zu gegenwärtigen. Spezifische Risiken resultieren aus der Herauslösung des Unternehmens aus der bisherigen Eigentümerstruktur und Einbindung in den Unternehmensverbund des Käufers (Risiken des Transaktionsprozesses und Risiken der Integration).³⁵² Fokus der Due Diligence sind zunächst die spezifischen Risiken aus der Unternehmensübertragung. Da jedoch nach erfolgter Übernahme des Unternehmens die Risiken aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens auf den Käufer übergehen,

³⁵² Vgl. hierzu Abschnitt 5.4.1.1 (Abgrenzung des Akquisitionsobjektes nach der Akquisitionsstrategie).

sind diese ebenfalls Gegenstand der Due Diligence. Zusammengefasst bilden die generellen Risiken des Unternehmens und die spezifischen Risiken der Unternehmensübertragung das gesamte Akquisitionsrisiko.

5.5.2.2 Methoden der Risikoidentifikation

Der erste Schritt im Rahmen der Durchführung der Due Diligence besteht in der Identifikation der Risiken in den einzelnen Teilbereichen (Risikoinventur).³⁵³ Aufgabe der Risikoidentifikation ist die strukturierte, detaillierte und möglichst vollständige Erfassung und Systematisierung der Risiken. Das Ziel besteht in der Feststellung, ob Risiken in dem zu kaufenden Unternehmen vorhanden sind, die den - auf der Basis vorläufiger Informationen - kalkulierten Grenzpreis beeinflussen, oder die die Akquisitionsziele in der Weise beeinträchtigen, dass vom Kauf Abstand zu nehmen ist.

Über die Abgrenzung und Auswahl der Teilbereiche, die während der Due Diligence bearbeitet werden sollen, ist bereits eine Vorentscheidung darüber getroffen, für welche Bereiche eine detaillierte Risikoidentifikation erfolgen soll. Aufgrund der für eine Due Diligence regelmäßig begrenzten Zeit und unter Beachtung der informatorischen Restriktionen, die auch in einer Due Diligence nicht vollständig aufgehoben werden können,³⁵⁴ gilt für die Risikoidentifikation - und im Weiteren für die Risikoanalyse, -aufbereitung und -handhabung - der Grundsatz der Wirtschaftlichkeit. Demzufolge sind zunächst solche Risiken zu identifizieren, die den Vertragszweck insgesamt gefährden (sog. Deal Breaker), und in zweiter Linie diejenigen Risiken, die zwar den Grenzpreis und damit - bei gegebenem Kaufpreis - den Akquisitionserfolg beeinflussen können, jedoch nicht zu einem Verlust im Sinne des Absinkens des Grenzpreises unter den Kaufpreis führen. Das Problem besteht gleichwohl darin, dass vor der Risikoidentifikation nicht bekannt ist, welches Ausmaß ein bestimmter Risiko-

³⁵³ Vgl. im Zusammenhang mit der Due Diligence *Keller* (2002), S. 97-118. Zur Risikoidentifikation im Rahmen des unternehmerischen Risikomanagements vgl. *Baetge/Jerschensky* (1999), S. 172; *Diederichs/Richter* (2001), S. 138f.; *Füser/Rödel/Kang* (2002), S. 496-498; *Gebhardt/Mansch* (2001), S. 29-32; *Hornung/Reichmann/Diederichs* (1999), S. 320f.; *Klees* (1998), S. 95; *Kromschröder/Lück* (1998), S. 1574; *Lischke/Kirner* (2000), S. 46f.; *Schimmelpfeng* (2001), S. 280-282 und *Wolf/Runzheimer* (2003), S. 41-57.

³⁵⁴ Die Informationsasymmetrie zwischen Verkäufer und Käufer kann auch in einer Due Diligence nicht vollständig abgebaut werden. *Keller* weist darauf hin, dass Befragungen, Betriebsbesichtigungen oder Organisationsanalysen beim Unternehmenskauf „in nur sehr beschränktem Umfang möglich“ sind, *Keller* (2002), S. 100, FN 311.

sachverhalt annimmt. Der Grundsatz der Wirtschaftlichkeit und der Grundsatz der möglichst vollständigen Risikoerfassung sind daher miteinander zu vereinbaren.³⁵⁵ Im Folgenden werden die Methoden der retrograden und der progressiven Risikoidentifikation vorgestellt.

5.5.2.2.1 Retrograde Risikoidentifikation

Die retrograde Risikoidentifikation geht von dem oder den Akquisitionszielen aus und identifiziert Einflussfaktoren, die die Zielerreichung gefährden können.³⁵⁶ Ansatzpunkt einer retrograden Risikoidentifikation in der Due Diligence ist demnach der Unternehmenswert, soweit er bis zu diesem Stadium bestimmt wurde. Dieser wird in seine einzelnen Bestandteile zerlegt. Zu diesem Zweck kann auf die in Kapitel 2 vorgestellte Aufspaltung des Akquisitionserfolgs zurückgegriffen werden: Die horizontale Aufspaltung zerlegt den Unternehmenswert in die Wertbeiträge der einzelnen Planungsjahre am Gesamtwert und die vertikale Aufspaltung legt die Komponenten der finanziellen Überschüsse innerhalb den einzelnen Planungsjahren offen.

Zur horizontalen Aufspaltung können die für Ermittlung der Überschüsse vorgeschlagenen Phasenmodelle herangezogen werden. Das *IDW* schlägt hierfür eine Unterteilung in zwei Phasen vor.³⁵⁷ In der ersten Phase von drei bis fünf Jahren können hinreichend genaue Planungsrechnungen erstellt werden. In der sich daran anschließenden zweiten Phase werden konstante oder mit einer konstanten Rate wachsende Überschüsse angesetzt.

Die vertikale Aufspaltung beginnt auf der obersten Ebene mit einer Zerlegung des Unternehmens bzw. der Unternehmensgruppe in Geschäftsbereiche, Geschäftsfelder und Produktbereiche. Anschließend erfolgt eine Aufgliederung in die Entstehung des letztlich bewertungsrelevanten Überschusses. Abbildung 19 zeigt den Zusammenhang zwischen horizontaler und vertikaler Aufspaltung bezogen auf einen Unternehmensbereich, bzw. das Gesamtunternehmen im Falle eines Einproduktunternehmens.

³⁵⁵ Vgl. im Zusammenhang mit dem Risikomanagement *Kromschröder/Lück* (1998), S. 1574.

³⁵⁶ Vgl. *Keller* (2002), S. 103; *Schimmelpfeng* (2001), S. 282 und *Wolf/Runzheimer* (2003), S. 43.

³⁵⁷ Vgl. *IDW* (2000a), S. 832f.

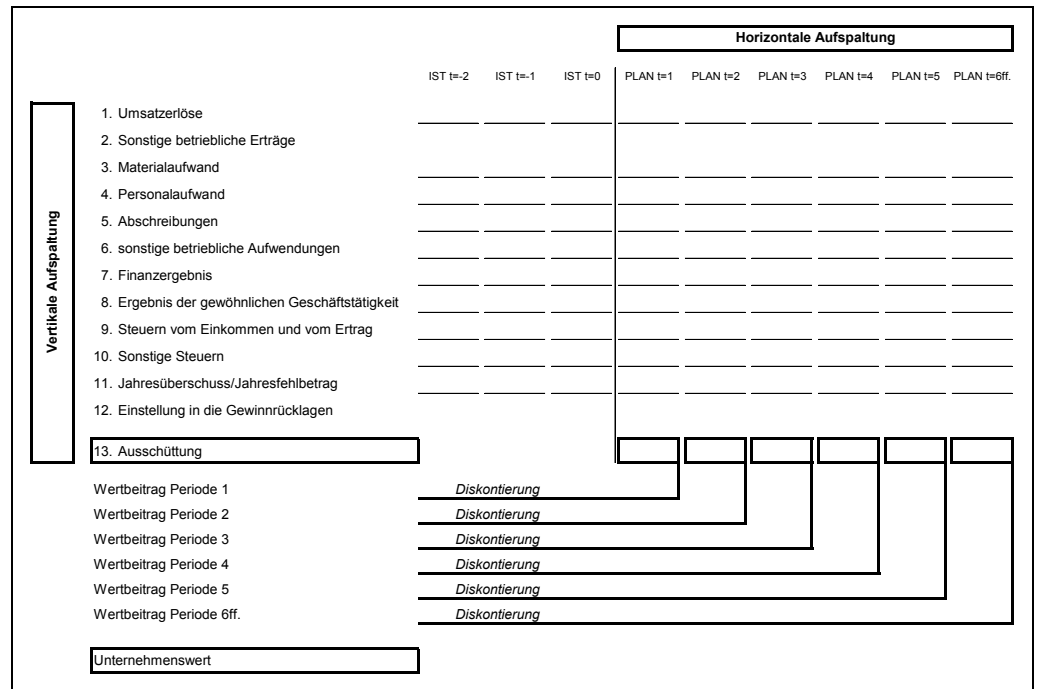


Abbildung 19: Horizontale und vertikale Aufspaltung des Unternehmenswertes zur retrograden Risikoidentifikation

Auf der Basis des in seine Bestandteile zerlegten Unternehmenswertes kann die retrograde Risikoidentifikation, ausgehend von den Wertbeiträgen der einzelnen Planungsjahre bzw. den Unternehmens- und Funktionsbereichen, erfolgen.

5.5.2.2 Progressive Risikoidentifikation

Die progressive Risikoidentifikation geht von hypothetischen Risikoursachen aus und verfolgt diese über eine Kausalkette bis hin zu den Zielbeiträgen.³⁵⁸ Diese für die Durchführung der Due Diligence vorherrschende Methode erfolgt in der praktischen Umsetzung anhand von Untersuchungsprogrammen und Checklisten, in denen die Fragen zu Risiken in den einzelnen Teilbereichen der Due Diligence formuliert sind.³⁵⁹

Die progressive Risikoidentifikation anhand von Checklisten stellt die einzige im Zusammenhang mit der Due Diligence diskutierte und empfohlene Methode dar.³⁶⁰ Darüber hinaus ist der Einsatz von Checklisten als Instrument zur Prü-

³⁵⁸ Vgl. Füser/Rödel/Kang (2002), S. 497; Keller (2002), S. 103; Schimmelpfeng (2001), S. 282 und Wolf/Runzheimer (2003), S. 43.

³⁵⁹ Checklisten sind im wirtschaftlichen Prüfungswesen weit verbreitet und als Mittel zur Prüfungsdurchführung akzeptiert.

³⁶⁰ „Grundlage der Due Diligence-Prüfung sind sog. Due Diligence-Listen, in denen die kritischen und besonderer Aufmerksamkeit bedürftigen Punkte eines Unternehmenskaufs zu-

fungsplanung und -durchführung im wirtschaftlichen Prüfungswesen weit verbreitet und akzeptiert.³⁶¹ In der Literatur ist dennoch zum Teil Kritik an dieser Vorgehensweise geäußert worden.³⁶² Diese Kritik bezieht sich im Wesentlichen auf drei Sachverhalte:

- Checklisten können nicht sicherstellen, dass alle wesentlichen Risiken eines konkreten Einzelfalls entdeckt werden (mangelnde Vollständigkeit).
- Checklisten verfügen über eine Vielzahl von Fragestellungen, die in einem konkreten Einzelfall nicht relevant sind (mangelnde Relevanz).
- Checklisten verhindern das eigene Nachdenken bei der alleinigen Fokussierung auf die aufgelisteten Fragestellungen (mangelnde Problemorientierung).

Zur Auseinandersetzung mit dieser Kritik ist zunächst eine Unterscheidung nach der Entstehungsart der im Einzelfall einzusetzenden Checkliste notwendig. Nach dieser Unterscheidung können individuell erstellte, standardisierte sowie modifizierte Checklisten unterschieden werden.³⁶³

- Individuell erstellte Checklisten stellen für jede Akquisition und den jeweils betreffenden Teilbereich konkretisierte Fragenkataloge dar. In ihnen manifestiert sich das Untersuchungsprogramm, welches der Käufer aufgrund der Akquisitionsziele und der vermuteten Risiken im Unternehmen aufstellt. In dieser Hinsicht sind Checklisten nicht nur vorteilhaft, sondern für Zwecke der Dokumentation der Untersuchungshandlungen sowie der Abstimmung der Due Diligence mit der Zielgesellschaft geboten und notwendig.³⁶⁴

mindest thematisch angesprochen sind“, *Kiethe* (1999), S. 978. „Zentrales Instrument einer Due-Diligence-Prüfung sind Checklisten, in denen die Punkte zusammengestellt sind, denen im Rahmen einer Unternehmensakquisition besondere Aufmerksamkeit zu widmen ist.“, *Werner* (2000), S. 995. Vgl. auch *Barthel* (2000), S. 27.

³⁶¹ Vgl. *Marten/Quick/Ruhnke* (2001), S. 168 (für die Erstellung eines Prüfungsprogramms), S. 199 (für die Erfassung des IKS), S. 265 (für die Inventurbeobachtung), sowie S. 283 (für die Fraud-Prüfung).

³⁶² Vgl. *Keller* (2002), S. 101f.; *Werner* (2000), S. 995 sowie im Zusammenhang mit dem Risikomanagement *Wolf/Runzheimer* (2003), S. 44.

³⁶³ Vgl. *Berens/Hoffjan/Strauch* (2002), S. 135.

³⁶⁴ Zur Abstimmung der Due Diligence mit der Zielgesellschaft vgl. Abschnitt 5.4.4.

- Standardisierte Checklisten beinhalten unabhängig von der Art des Unternehmens nach Größe, Branche und Rechtsform stets die gleichen Inhalte.
- Modifizierte Checklisten werden, von einem Standardkatalog ausgehend, auf die konkrete Transaktion durch Streichung nicht relevanter Positionen und Ergänzung transaktionsspezifischer Positionen abgestimmt.³⁶⁵

In der empirischen Untersuchung von *Berens/Strauch* zur Planung und Durchführung der Due Diligence gaben 82,5% der akquirierenden Unternehmen an, Checklisten während der Due Diligence eingesetzt zu haben. Differenziert nach der Art der Checkliste wiesen modifizierte Checklisten die häufigste Nennung auf, gefolgt von individuell erstellten und standardisierten Checklisten (vgl. Abbildung 20). Den größten Umfang wiesen modifizierte Checklisten (Median: 100 Positionen) vor standardisierten (Median: 80 Positionen) und individuell erstellten Checklisten (Median: 50 Positionen) auf.³⁶⁶

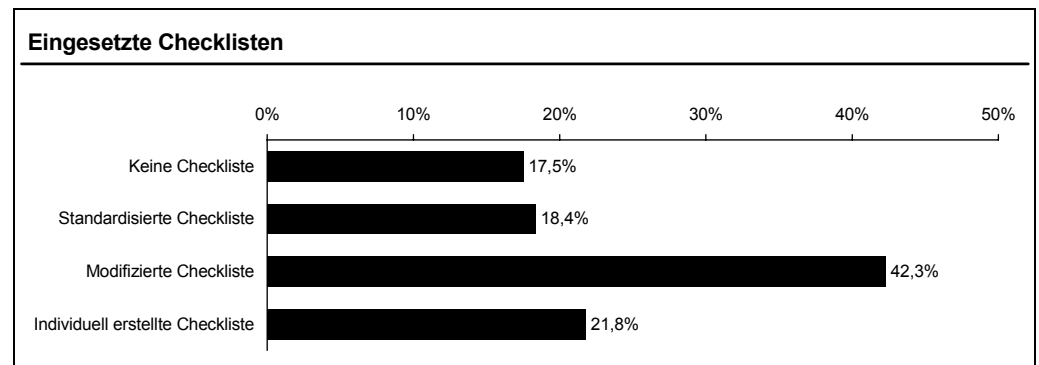


Abbildung 20: Verbreitungsgrade der Arten von Checklisten (N=234)³⁶⁷

Die aufgeführten Kritikpunkte an der Verwendung von Checklisten sind für die einzelnen Arten von Checklisten in differenzierter Weise zu beurteilen:

- Dem ersten Aspekt der mangelnden Vollständigkeit kann keine Art von Checkliste begegnen. Dies trifft jedoch auf sämtliche Instrumente im Zusammenhang mit der Identifikation von Risiken zu. Gleichwohl bietet eine Checkliste unter dem Gesichtspunkt der Vollständigkeit umso eher eine

³⁶⁵ Vgl. *Berens/Strauch* (2002b), S. 519.

³⁶⁶ Vgl. *Berens/Strauch* (2002a), S. 86.

³⁶⁷ Quelle: *Berens/Strauch* (2002a), S. 85.

Sicherheit, keine wesentlichen Positionen zu übersehen, je mehr mögliche Risikopositionen diese beinhaltet.

- Der zweiten Kritik der Irrelevanz von Fragestellungen sind allein standardisierte Checklisten ausgesetzt. Individuell erstellte Checklisten sowie modifizierte Checklisten sollten nach deren Zusammenstellung keine Aspekte enthalten, die im Vorhinein - d.h. unter Beachtung des Informationsstandes im Zeitpunkt der Erstellung - keine Bearbeitung lohnenswert erscheinen lassen.
- Der dritte Vorbehalt der mangelnden Problemorientierung bezieht sich auf alle Arten von Checklisten. Diesbezüglich ist jedoch zu konstatieren, dass eine Due Diligence in der Regel von wissenschaftlich vorgebildeten Experten auf dem Gebiet des Unternehmenskaufs durchgeführt wird. Aufgrund dieser Qualifikation sollte es nicht gerechtfertigt sein, dem Bearbeiter per se die Problemorientierung und situationsgerechte Durchführung anhand von Checklisten abzusprechen. *Marten/Quick/Ruhnke* weisen in diesem Zusammenhang jedoch darauf hin, dass Checklisten nur von Prüfern eingesetzt werden sollten, die in der betreffenden Materie erfahren sind.³⁶⁸

Zusammenfassend sollten für die Beurteilung des Einsatzes von Checklisten sowie als Handlungsanweisung zur Entwicklung von Checklisten folgende Kriterien herangezogen werden.

Zur Sicherstellung der Vollständigkeit sollte die Checkliste zunächst möglichst umfangreich angelegt sein. Dies kann durch Heranziehung einer Vielzahl von veröffentlichten Checklisten und deren anschließende Konsolidierung durch Eliminierung von Redundanzen gewährleistet werden. Die Vollständigkeit steigt mit der zunehmenden Einbeziehung von Checklisten und konvergiert bei einer hinreichenden Anzahl von Checklisten gegen einen Umfang, der die wesentlichen Fragestellungen abdeckt. Auf diese Weise wird es möglich, vom Erfahrungswissen Anderer, welches diese in den publizierten Checklisten zusammengestellt haben, zu profitieren. Die Zusammenstellung und Konsolidierung vieler Checklisten ist demnach ein hilfreiches Mittel zum Schutz vor Ex-

³⁶⁸ Vgl. *Marten/Quick/Ruhnke* (2001), S. 350.

post-Überraschungen als Folge von Informationsrisiken. M.a.W.: Abgesehen von den Fällen, in denen Risiken erkannt, jedoch bewusst eingegangen worden sind, resultieren Schäden nach erfolgter Übernahme des Unternehmen durch ex ante nicht erkannte Risiken. Die Sorgfalt in der Identifikation von Risiken lässt sich demnach über das eigene Nachdenken hinaus durch Nutzung von - in Form von publiziertem und damit öffentlich verfügbarem - Expertenwissen steigern.

Zur Vermeidung mangelnder Relevanz sollte die Checkliste - basierend auf dem möglichst umfangreichen Ausgangsbestand - eine dialogisierte Konfiguration auf den konkreten Einsatzbereich ermöglichen. Hierzu bietet sich EDV-technische Unterstützung an, die dem Anwender die Checkliste in hierarchischer Form ausgehend von den Teilbereichen der Due Diligence (Financial, Legal, Tax, Market Due Diligence etc.) präsentiert. Hierdurch können nicht relevante Fragen unterer Ebenen ausgeschlossen werden, wenn übergeordnete Themen von einer Untersuchung aufgrund nicht vorhandener bzw. nicht vermuteter Risiken ausgeschlossen werden.

Zur Vermeidung mangelnder Problemorientierung sollte der Fragenkatalog schließlich durch zusätzliche Erläuterungen zum jeweiligen Kontext, in dem einzelne Fragen und Risiken relevant werden können, sowie auf - mit bestimmten Risikoursachen verbundene - Wechselwirkungen und Schnittstellen zu anderen Risikobereichen hinweisen.³⁶⁹

Als Träger des Entwicklungsprozesses eines konsolidierten Untersuchungsprogramms für die Due Diligence kommen das akquirierende Unternehmen, Berater und Gutachter, die Wissenschaft sowie berufsständische Institutionen (bspw. das Institut der Wirtschaftsprüfer) in Frage. Unter Einbeziehung der übergeordneten Rahmen- und Planungsgrundsätze könnte damit ein weiterer Beitrag zur Entwicklung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence auf induktivem Wege geleistet werden. Hierbei ist der Differenzierungsgrad des

³⁶⁹ In einem Projekt des Verfassers am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Controlling, der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster wurde eine konsolidierte Checkliste anhand von Checklisten aus der Literatur erstellt. Es zeigte sich dabei, dass - unbesehen der Unterschiede hinsichtlich Inhalt und Umfang der Checklisten im Einzelnen - der Zugewinn weiterer Fragen bei einer Anzahl von ca. 45-50 Checklisten beträchtlich gering wird.

Untersuchungsprogramms an die Allgemeingültigkeit, den diese Grundsätze aufweisen sollen, anzupassen.

5.5.3 Risikoanalyse und -aufbereitung

5.5.3.1 Risikoanalyse

Nach der Identifikation der Risiken ist eine Analyse und Offenlegung der Ursachen-/Wirkungszusammenhänge und der Interdependenzen zwischen den Risiken vorzunehmen.³⁷⁰ Diese Analyse und Offenlegung bildet die Basis für die im Weiteren vorzunehmende Aufbereitung der Risiken. Die Risikoanalyse umfasst die Abbildung der Wechselwirkungen und Abhängigkeiten zwischen den Risiken sowie eine erste Beschreibung der Unsicherheitsdimension der Risiken.

Wechselwirkungen und Abhängigkeiten lassen sich als Risikoantinomien, Risikokonkurrenzen, Risikokomplementaritäten und Risikoindifferenzen charakterisieren.³⁷¹ Bei Risikoantinomien schließen sich zwei Risiken in der Weise aus, dass bei Eintritt eines Risikos ein anderes Risiko nicht mehr realisiert wird. Risikokonkurrenz ist gegeben, wenn bei der Erhöhung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines Risikos die Eintrittswahrscheinlichkeit eines anderen Risikos sinkt, et vice versa. Im Falle der Risikokomplementarität wirken die Eintrittswahrscheinlichkeiten der Risiken in die gleiche Richtung. Risikoindifferenz schließlich liegt vor, wenn sich Risiken nicht gegenseitig beeinflussen. Diese Abhängigkeiten bilden unmittelbare und mittelbare Ursache-Wirkungs-Beziehungen unter den zu untersuchenden Sachverhalten ab. Hierzu zwei Beispiele:

- Sofern der Verlust eines bedeutenden Kunden droht, sind die Folgen für die Umsatzerlöse des Unternehmens unmittelbar und offenkundig. Mittelbare Konsequenzen kann dieser Sachverhalt für die Innovationsfähigkeit im Rahmen der Produktentwicklung, die Stellung am Markt und die Möglichkeiten zur Gewinnung qualifizierten Personals zeitigen.

³⁷⁰ Vgl. Keller (2002), S. 122 sowie im Zusammenhang mit dem Risikomanagement Schimelpfeng (2001), S. 282; Hornung/Reichmann/Diederichs (1999), S. 320f.

³⁷¹ Vgl. Schmitting/Siemes (2003), S. 8f.

- Ein positiver Effekt kann bspw. daraus resultieren, dass dem Zielunternehmen infolge der Akquisition der Zugang zu günstigeren Fremdfinanzierungsquellen eröffnet wird. Unmittelbar sind hiervon die Zinsaufwendungen berührt, welche sich wiederum mittelbar über bessere Ergebnisse auf die Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung und im Weiteren auf die Expansion der Geschäftstätigkeit auswirken können.

Zur Erhöhung der Transparenz sind diese Beziehungen und die Stärke der Wirkungszusammenhänge auf unterschiedlichen Ebenen in einer Hierarchie offen zu legen. Bei der Bewertung und Aggregation von Risiken hinsichtlich Eintrittshöhe, -wahrscheinlichkeit und -zeitpunkt sollten diese Ausstrahlungs- und Fortpflanzungseffekte sodann einbezogen werden.

Über die Ursache-/Wirkungsbeziehungen und Risikointerdependenzen hinaus sollte in der Risikoanalyse eine erste Einschätzung der Unsicherheitsdimension vorgenommen werden. Hierbei kann folgende Einteilung vorgenommen werden:³⁷²

- Bei Unsicherheiten 1. Ordnung liegen objektive Eintrittswahrscheinlichkeiten aufgrund einer großen Anzahl von Schadenfällen in der Vergangenheit oder der Handelbarkeit auf Finanzmärkten vor (Bsp.: Krankenstand der Mitarbeiter, Währungsschwankungen).
- Bei Unsicherheiten 2. Ordnung können subjektive Eintrittswahrscheinlichkeiten für ein Risiko auf der Grundlage der Kenntnis der zukünftigen Umweltzustände angegeben werden (Bsp.: Umsatzerlöse bei einer Markterweiterung).
- Bei Unsicherheiten 3. und 4. Ordnung können keine Eintrittswahrscheinlichkeiten für künftige Umweltzustände angegeben werden. Die Umweltzustände selbst sind entweder bekannt (Unsicherheiten 3. Ordnung) oder sind nicht bekannt (Unsicherheiten 4. Ordnung).

5.5.3.2 Risikoaufbereitung

Die Funktion der Risikoaufbereitung besteht in der transparenten und systematischen Zusammenführung der Ergebnisse aus der Risikoidentifikation und

³⁷² Vgl. *Weber/Weißberger/Liekweg* (1999), S. 13.

Risikoanalyse.³⁷³ Die Risikoaufbereitung schafft damit die Basis für die Handhabung und Bewertung der Risiken.

Aus dem ursprünglichen Untersuchungsprogramm sollten hierzu die kritischen von den unkritischen Sachverhalten separiert und dokumentiert werden. Als unkritisch sollen diejenigen Sachverhalte bezeichnet werden, die Gegenstand der Risikoidentifikation waren, jedoch zu keinen Änderungen der ursprünglichen Annahmen führten und damit weder den Grenzpreis des Käufers beeinflussen noch zu einer Anpassung des Kaufpreises führen. Die kritischen Sachverhalte im Sinne der verbleibenden Risiken sind sodann im Einzelnen zu beschreiben und zu lokalisieren sowie näherungsweise und vorläufig hinsichtlich der Unsicherheitsdimension einzuordnen. Für Zwecke der Beweissicherung und der Kommunikation innerhalb des Due-Diligence-Teams sowie mit dem Verkäufer bietet es sich an, die Risikopositionen in Form eines Risikotableaus³⁷⁴ darzustellen (vgl. Abbildung 21).

Risikoidentifikation							Risikoanalyse		
Nr.	Teilbereich	Beschreibung	Risikoklassifikation				Unsicherheitsgrad	Ursachen	Interdependenzen zu anderen Risiken
			Risikoart	Geschäftsbereich	Funktion	Ertrag/Aufwand			
1	Market Due Diligence	Kundenverlust	Fortführungsrisiko	Geschäftsbereich II	Vertrieb/Marketing	Umsatzerlöse	2	enger Kontakt zum bisherigen Eigentümer	++ Nr. 15
2	....	....	....	....	....	....	....	....	....
3									
4									
5									

Abbildung 21: Risikoaufbereitung identifizierter Risiken in einem Risikotableau³⁷⁵

Der Vorteil der Risikoaufbereitung in der beschriebenen Form besteht in der Eliminierung von Doppel- und Mehrfachnennungen sowie in der Offenlegung der Interdependenzen zwischen den Risiken. Ergebnis sollte ein aus einer um-

³⁷³ Vgl. auch Keller (2002), S. 120.

³⁷⁴ Vgl. Keller (2002), S. 120-122 sowie die Darstellungsformen im Zusammenhang mit dem Risikomanagement bei Lischke/Kirner (2000), S. 47 (Risikostellenbericht); Weber/Weißberger/Liekweg (1999), S. 29 (Risk Tracking Sheet) und Diederichs/Richter (2001), S. 141 (Risikomatrix).

³⁷⁵ Quelle: In enger Anlehnung an Keller (2002), S. 122.

fassenden Risikoidentifikation gewonnener und unter Beachtung des Wirtschaftlichkeitsgrundsatzes möglichst vollständiger Katalog der Positionen sein, die den Unternehmenswert aus Käufersicht (Grenzpreis) oder den zu vereinbarenden Kaufpreis und die weiteren vertraglichen Regelungen beeinflussen.

Die Risikoaufbereitung sollte während der Due Diligence frühzeitig erfolgen und nicht das Ergebnis der Due Diligence selbst darstellen. Nach der Identifikation und Aufbereitung der Risiken ist im weiteren Prozess zu untersuchen, wie die einzelnen Risiken zu handhaben sind. Diese Risikohandhabung kann auf der Basis der Risikoaufbereitung erfolgen. Eine weitergehende Untersuchung der Risiken und deren Quantifizierung erfordert zusätzliche Informationsbeschaffungs- und -verarbeitungsschritte. Zur Rationalisierung des Due-Diligence-Prozesses ist daher die Risikoquantifizierung in Abhängigkeit der verschiedenen Alternativen zur Risikohandhabung vorzunehmen.

5.5.4 Risikohandhabung

5.5.4.1 Alternativen der Risikohandhabung

Sind die identifizierten Risiken sowie deren Ursachen-/Wirkungszusammenhänge und gegenseitigen Interdependenzen aufbereitet, ist eine Entscheidung darüber zu treffen, wie diese zu handhaben sind. Hierzu stehen verschiedene Alternativen zur Verfügung, die jeweils unterschiedliche Auswirkungen auf die Risikoposition von Verkäufer und Käufer entfalten. Das Ziel der Risikohandhabung³⁷⁶ ist, jeder der in der Risikoaufbereitung aufgeführten Risikopositionen eine Alternative der Risikohandhabung zuzuweisen. Auf diese Weise soll eine vollständige Handhabung der aufbereiteten Risiken bei gleichzeitiger Vermeidung redundanter Risikohandhabung gewährleistet werden. Als Alternativen der Risikohandhabung kommen (1) die Risikovermeidung und -verminderung durch Gestaltungsmaßnahmen, (2) die Risikoüberwälzung auf den Verkäufer durch Vereinbarung von Garantien sowie (3) die Risikotragung durch den Käufer in Frage, auf die in den folgenden Ausführungen eingegangen wird.³⁷⁷

³⁷⁶ Zur Risikohandhabung im Zusammenhang mit dem Risikomanagement vgl. *Baetge/Jerschensky* (1999), S. 172f.; *Wolf/Runzheimer* (2003), S. 86-97; *Lischke/Kirner* (2000), S. 47 und *Diederichs/Richter* (2001), S. 140.

³⁷⁷ Vgl. *Baetge/Jerschensky* (1999), S. 172 und *Wolf/Runzheimer* (2003), S. 89.

5.5.4.2 Risikovermeidung und -verminderung durch Gestaltungsmaßnahmen

Gestaltungsmaßnahmen zielen darauf ab, die in der Risikoauflösung dargestellten Risiken zu vermeiden bzw. zumindest zu begrenzen.³⁷⁸ Gelingt es, durch Gestaltungsmaßnahmen Risiken zu vermeiden oder zu begrenzen, müssen diese nicht in der Grenzpreisbestimmung des Käufers und/oder im Rahmen der Kaufpreisverhandlung zwischen Käufer und Verkäufer berücksichtigt werden.

Zur Identifizierung von Gestaltungsmaßnahmen bietet sich die Unterscheidung in generelle Risiken des Unternehmens und spezifische Risiken der Unternehmensübertragung an.³⁷⁹ Unmittelbarer Ansatzpunkt für Gestaltungsmaßnahmen im Rahmen der Due Diligence sind die speziellen Risiken aus der Unternehmensübertragung. Diese Risiken beziehen sich auf den Transaktionsprozess selbst sowie die Integration des Unternehmens nach der Übernahme. Während Risiken des Transaktionsprozesses noch während der Due Diligence, in jedem Falle jedoch vor der Vertragsunterzeichnung, durch Gestaltungsmaßnahmen zu vermeiden bzw. zu vermindern sind, ist für Risiken aus der Integration des Unternehmens eine Planung der Risikovermeidung bzw. -verminderung vorzunehmen.

Diese Planung der Risikovermeidung bzw. -verminderung bezieht sich auch auf die generellen Risiken aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Hierfür ist eine Einschätzung seitens des Käufers notwendig, inwieweit durch eine andere Risikopolitik und die Übertragung des Risikomanagementsystems des Käufers diese Risiken in der Zukunft nicht mit denjenigen Eintrittswahrscheinlichkeiten und Schadenshöhen eintreten werden wie nach der gegenwärtigen Risikopolitik des bisherigen Eigentümers.

Der Vorteil von Gestaltungsmaßnahmen liegt darin, dass Käufer und Verkäufer in dem Umfang, in dem Risiken vermieden oder vermindert werden, von diesen freigestellt werden.

³⁷⁸ Vgl. zur Gestaltungsmaßnahmen im Rahmen der Tax Due Diligence *Löffler* (2002), S. 107 und 109-118.

³⁷⁹ Vgl. Abschnitt 5.5.1.1.

5.5.4.3 Risikoüberwälzung durch Garantien des Verkäufers

5.5.4.3.1 Due Diligence und Garantien

Garantien dienen der Überwälzung von Risiken auf den Verkäufer. Übernimmt der Verkäufer Garantien hinsichtlich der im Rahmen der Due Diligence identifizierten Risiken, müssen diese nicht durch Selbsttragung bei der Grenzpreisbestimmung berücksichtigt werden. Inwieweit die Risikoüberwälzung auf den Verkäufer möglich ist, hängt von dessen Einschätzung der mit der Garantieübernahme verbundenen potentiellen Auswirkungen sowie dessen Risikopräferenz ab.

Der Verkäufer des Unternehmens tauscht im Veräußerungszeitpunkt einen unsicheren Zahlungsstrom (Unternehmen) gegen einen sicheren Zahlungsstrom (Kaufpreis) ein. Entsprechend hat der Verkäufer in der Regel nicht das Bestreben und nicht die Aufgabe, die Risiken aus der Unternehmenstätigkeit nach dem Verkauf zu tragen. Gleichwohl stehen den Vertragsparteien mit der Abgabe von Garantien und der Due Diligence Instrumente zur Verfügung, welche Risiken aus dem Eigentumsübergang vermeiden können. Die Durchführung einer Due Diligence (informationelle Maßnahme zur Ungewissheitsreduktion vor Vertragsabschluss) sowie Garantien (risikopolitische Maßnahmen zur Schadensminderung nach der Entscheidung) sind als Instrumente des Risikomanagements in begrenztem Maße austauschbar und bestimmen in Verbindung mit der Einigung über den Kaufpreis die Risikoverteilung zwischen Käufer und Verkäufer.

Für den Käufer verursacht die Due Diligence Informationsbeschaffungs- und Informationsverifizierungskosten vor Vertragsabschluss, sie verringert jedoch die Kontroll- und Anpassungskosten nach erfolgter Transaktion. Garantien verringern ebenfalls die Kosten nach Vertragsabschluss, insbesondere die Anpassungskosten aufgrund eines durch die Garantie begründeten Rechtsanspruchs, gehen jedoch als Versicherungsprämie in den Kaufpreis ein, da der Verkäufer eine nachträgliche Erlösminderung für den Fall einer Inanspruchnahme aus den Garantien kaufpreiserhöhend antizipiert.

Da die abgegebenen Garantien im Hinblick auf ihren Umfang und Inhalt von der Grenze der Konzessionsbereitschaft des Verkäufers abhängen, bietet sich als Alternative eine Ausweitung der Due Diligence an, durch die der Käufer

sich selbst gegen Risiken absichern kann.³⁸⁰ Die Ausweitung der Due Diligence dient mithin der Eingrenzung des Spektrums möglicher Garantien, da einerseits nach erfolgter Due Diligence bestimmte Bereiche von einer Garantie ausgenommen werden können, andererseits eine Fokussierung auf besonders problematische Bereiche ermöglicht wird.

5.5.4.3.2 Arten von Garantievereinbarungen

Als Arten von Garantien kommen unselbstständige und selbstständige Garantien in Frage.³⁸¹

Bei einer unselbstständigen Garantie nach § 443 Abs. 1 BGB übernimmt der Verkäufer eine Garantie für die Beschaffenheit einer Sache (Beschaffenheitsgarantie). Dem Käufer stehen unabhängig der gesetzlichen Gewährleistungsregelungen³⁸² die Rechte aus der Garantieerklärung zu. Die Haftung des Verkäufers kann bei einer unselbstständigen Garantie nach § 444 BGB nicht beschränkt oder ausgeschlossen werden.³⁸³ Der Verkäufer haftet verschuldensunabhängig und erleichtert hierdurch die Voraussetzungen des Schadensersatzanspruchs des Käufers.³⁸⁴ Bei der selbstständigen Garantie nach § 311 Abs. 1 BGB ist nach Auffassung von *Picot* ein Haftungsausschluss möglich, wozu es jedoch einer ausdrücklichen Vereinbarung im Kaufvertrag bedarf.³⁸⁵

5.5.4.4 Risikotragung durch Grenzpreisanpassung

5.5.4.4.1 Vorbemerkungen

Sind identifizierte und aufbereitete Risiken weder durch Gestaltungsmaßnahmen vermieden bzw. vermindert, noch durch Garantien seitens des Verkäufers überwältzt worden, sind diese im Rahmen der Grenzpreisbestimmung zu berücksichtigen. Sofern die Risiken den Grenzpreis vermindern, jedoch nicht in gleicher Höhe eine Reduzierung des Kaufpreises ausgehandelt werden kann,

³⁸⁰ Vgl. *Torggler/Hofmann* (1993), S. 77f.

³⁸¹ Vgl. *Picot* (2002), S. 253-255.

³⁸² Vgl. Abschnitt 3.2.5.

³⁸³ Vgl. *Picot* (2002), S. 254 und *Wolf/Kaiser* (2002), S. 419.

³⁸⁴ Vgl. *Dauner-Lieb/Thiessen* (2002), S. 114.

³⁸⁵ Vgl. *Picot* (2002), S. 255.

vermindert sich dadurch der ex ante (vor der Due Diligence) errechnete Akquisitionserfolg. Ziel sollte es daher aus Käufersicht sein, im Umfang der Grenzpreisminderung eine Kaufpreisreduzierung zu erreichen.

Unstreitig dürfte sein, dass Risiken im Sinne eines negativen Ereignisses im Eintrittsfall nur bei Abweichung von einem erwarteten Plan- bzw. Prognosewert existieren können. M.a.W. kann ein Entscheidungsträger, der keine Vorstellung von einem Ausgangsniveau zukünftiger Zustände entwickelt, kein Risiko befürchten. Wie in Kapitel 3 gezeigt wurde, findet die Due Diligence in einer Phase des Akquisitionsprozesses statt, in der bereits eine (vorläufige) Unternehmensbewertung zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der Akquisition durchgeführt sein sollte. Die Werte, die Eingang in diese Unternehmensbewertung gefunden haben, bilden nun die Ausgangsbasis für die Einbeziehung während der Due Diligence identifizierter und nicht anderweitig gehandhabter Risiken.

In einer einfach strukturierten Planung wird eine Bandbreite möglicher, unsicherer Zahlungen durch ein Worst-Case- und ein Best-Case-Szenario aufgespannt, innerhalb derer sich ein Most-Likely-Szenario befindet (vgl. Abbildung 22).³⁸⁶

	Vergangenheit			Gegenwart	Zukunft			
	t = -3	t = -2	t = -1	t = 0	t = +1	t = +2	t = +3	t = +4ff.
Best Case				105	110	120	130	125
Most Likely	100	100	100	90	95	105	110	108
Worst Case				75	80	85	95	90

Abbildung 22: Vereinfachte Unternehmensplanung mit drei Szenarien

Das Worst-Case-Szenario sollte die mindestens zu erwartenden Zahlungen ausweisen und demnach (weitgehend) von Risiken freigestellt sein. Ist der zu zahlende Kaufpreis geringer als der auf der Basis dieses Szenarios errechnete Unternehmenswert, ist die Akquisition lohnend. Bei der Aufstellung der anderen Szenarien ist zu fragen, in welcher Höhe und mit welcher Eintrittswahrscheinlichkeit eine Abweichung von den angesetzten Werten zu befürchten ist. Das Risiko im Sinne der Gefahr, dass die Akquisition für den Käufer nachteilig

³⁸⁶ Vgl. hierzu auch Abschnitt 4.2.2.2.

ist, ist abhängig von dem zu zahlenden Kaufpreis. Je mehr sich dieser in die Nähe des Most-Likely-Szenarios bewegt, desto geringer ist das „Sicherheitspolster“ und desto höher die Wahrscheinlichkeit eines Absinkens des Unternehmenswertes unter den Kaufpreis.

Für die Due Diligence bedeutet dies, dass Informationen über die mögliche Höhe und die Eintrittswahrscheinlichkeit negativer Abweichungen von den angesetzten Plan- bzw. Prognosewerten zu beschaffen sind. Der Fokus ist gleichermaßen auf den Zeitpunkt des Eigentumsübergangs und die unmittelbare Zukunft als auch auf die weiter entfernten Jahre zu legen. Gleichwohl existiert ein bedeutender Unterschied: Risiken in zeitlicher Nähe des Eigentumsübergangs ($t = 0$ bis $t = 3$) sind stärker durch Entscheidungen in der Vergangenheit und die aktuelle Geschäftspolitik determiniert als Risiken weiter in der Zukunft liegender Jahre, welche in einem höheren Maße durch den neuen Eigentümer gestaltbar sind. Entsprechend können zeitlich nähere Risiken durch Vereinbarungen von Garantien zwischen Verkäufer und Käufer im Kaufvertrag ausgeschlossen werden. Risiken fernerer Jahre sind im Rahmen der Unternehmensbewertung und Kaufpreisvereinbarung zu handhaben.

5.5.4.4.2 Finanzielle Überschüsse

Die Einbeziehung der identifizierten Risiken in die Unternehmensbewertung kann zum einen durch eine Anpassung der geplanten finanziellen Überschüsse, zum anderen durch eine Anpassung des Kalkulationszinssatzes erfolgen, sofern dieser einen Risikozuschlag enthält. Die Einbeziehung der Risiken in die finanziellen Überschüsse hängt von dem Verfahren ab, mit dem die finanziellen Überschüsse geplant wurden.³⁸⁷ Hierbei stellt die Planung auf der Grundlage der in Abbildung 22 dargestellten vereinfachten Berücksichtigung von drei Zukunftsszenarien eine Möglichkeit dar. Eine genauere Quantifizierung der zukünftigen Entwicklung und der - mit dieser Zukunftsentwicklung verbundenen - finanziellen Überschüsse kann insbesondere anhand der Risikoanalyse vorgenommen werden, die jedoch einerseits erhöhte Anforderungen an die Informationsbeschaffung und -verarbeitung stellt. Der Vorteil der Risikoanalyse besteht andererseits darin, dass identifizierte und quantifizierte Risiken unter

³⁸⁷ Vgl. hierzu Abschnitt 4.2.2.2.

genauerer Berücksichtigung und in Abhängigkeit alternativer Zukunftsentwicklungen Eingang in die Bandbreite der finanziellen Überschüsse finden können.

5.5.4.4.3 Kalkulationszinssatz

Bei Anwendung der Risikozuschlagsmethode³⁸⁸ wird der risikolose Zinssatz um einen Risikozuschlag erhöht, der die Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung berücksichtigt. Zu fragen ist nun, welchen Einfluss der im Rahmen der Due Diligence verbesserte Informationsstand des Käufers auf die Bemessung des Risikozuschlags ausübt und welche Interdependenzen und kompensatorischen Effekte zu den finanziellen Überschüssen bestehen.

Nach den Grundsätzen des IDW zur Durchführung von Unternehmensbewertungen sind nach deren Neuformulierung Risiken sowohl spezieller als auch genereller Art in den Risikozuschlag einzubeziehen. Wurden nun nach der Durchführung der Due Diligence spezielle Risiken identifiziert und bei der Planung der Überschüsse berücksichtigt, darf der Risikozuschlag diese Risiken zur Vermeidung von Doppelerfassungen nicht mehr enthalten. Über die Aufteilung des Risikozuschlags in spezielle und generelle Risiken werden jedoch im Allgemeinen keine Aussagen gemacht, so dass es schwer fällt, die speziellen Risiken aus dem Risikozuschlag zu eliminieren. Die Gefahr besteht demnach darin, dass bei Berücksichtigung der speziellen Risiken sowohl in den finanziellen Überschüssen als auch im Risikozuschlag das Risiko zu hoch ausgewiesen und der subjektive Grenzpreis des Käufers zu niedrig ausfällt.

Begründet wird die Einbeziehung spezieller und genereller Risiken in den Risikozuschlag neben den Schwierigkeiten der Abgrenzung derselben mit der internationalen Handhabung.³⁸⁹ So wird auch bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten auf der Basis des CAPM keine Unterscheidung in allgemeine und spezielle Risiken vorgenommen.³⁹⁰ Zudem geht das CAPM von Marktteilnehmern aus, die ihre Entscheidungen auf der Basis öffentlich verfügbarer Infor-

³⁸⁸ Vgl. hierzu Abschnitt 4.2.4.2 (für die Ertragswertmethode) und 4.3.3 (für die DCF-Methode).

³⁸⁹ Vgl. *Siepe* (1998), S. 327.

³⁹⁰ Vgl. *Siepe* (1998), S. 327, FN 19. Zu den ungelösten Problemen der Risikoanpassung des Kalkulationszinssatzes an das zu bewertende Unternehmen, insbesondere der im Rahmen des CAPM unterstellten optimalen Diversifikation des Investors, vgl. auch *Hölscher* (1998), S. 239.

mationen treffen. Gerade diese Prämisse steht im Widerspruch zu dem im Rahmen der Due Diligence erlangten Informationsstand des Käufers über das Unternehmen.

5.5.4.5 Ergebnis der Risikohandhabung

Zur Kommunikation und Dokumentation der im Rahmen der Risikohandhabung erarbeiteten Maßnahmen soll das bei der Risikoaufbereitung erstellte Risikotableau aufgegriffen und erweitert werden. Hierzu ist jeder Risikoposition die jeweilige Maßnahme (Risikovermeidung bzw. -verminderung durch Gestaltungsmaßnahmen, Risikoüberwälzung durch Garantien, Risikotragung durch Einbeziehung von Risiken in den Grenzpreis) zuzuordnen. Abbildung 23 zeigt das um die Dokumentation der Maßnahmen zur Risikohandhabung erweiterte Risikotableau.

Risikoidentifikation				Risikohandhabung			
Nr.	Teilbereich	Beschreibung	Risikoklassifikation				Maßnahmen zur Risikohandhabung (Gestaltung, Garantie, Grenzpreis-/Kaufpreisanpassung)
			Risikoart	Geschäftsbereich	Funktion	Ertrag/ Aufwand	
1	Market Due Diligence	Kundenverlust	Fortführungsrisiko	Geschäftsbereich II	Vertrieb/Marketing	Umsatzerlöse	
2	....	....	....	....	....	....
3							
4							
5							

Abbildung 23: Dokumentation der Maßnahmen zur Risikohandhabung im erweiterten Risikotableau

Mit der Festlegung der Maßnahmen zur Risikohandhabung und deren Dokumentation ist die Durchführung der Due Diligence abgeschlossen. Die Ergebnisse der Due Diligence sind bereits während der Due Diligence in die Vertragsverhandlungen eingeflossen bzw. können auf der Basis des Due-Diligence-Berichts in die anschließenden Vertragsverhandlungen eingebracht werden.

Ausgehend von dem seitens des Käufers und seiner Berater erstellten Untersuchungsprogramm sowie dessen Abstimmung und schriftlicher Fixierung mit

dem Verkäufer ist damit eine durchgängige Identifikation, Aufbereitung und Handhabung von Risiken gewährleistet.

5.6 Grundsätze für die Dokumentation und Berichterstattung

5.6.1 Dokumentation

Die Dokumentation während der Due Diligence dient der Kommunikation innerhalb des Käuferteams und mit den externen Beratern und damit der Transparenz der Schnittstellen und Abhängigkeiten zwischen den Teilbereichen. Schließlich sollen die Erkenntnisse und Ergebnisse aus den Teilbereichen an anderer Stelle (Financial Due Diligence, Legal Due Diligence) weiterverarbeitet werden. Hierbei sind Arbeitspapiere, Kopien von Unterlagen über das Zielunternehmen, Teil- und Abschlussberichte zu erstellen.

Die Dokumentation während der Due Diligence hat des Weiteren Relevanz für die Beweissicherung bei späteren Rechtsstreitigkeiten. Im Verhältnis zwischen Käufer und Verkäufer ist oftmals fraglich, ob nach dem Eigentumsübergang erkannte Mängel und Fehler des Unternehmens vor dem Eigentumsübergang seitens des Verkäufers offen gelegt wurden, ob der Käufer nach entsprechenden Risiken gefragt hat und ihm entsprechende Informationen verweigert wurden oder er sich nicht nach diesen erkundigt hat.

Im Verhältnis zwischen Käufer und Berater sollte im Rahmen der Dokumentation herausgestellt werden, inwieweit erhaltene Informationen und Unterlagen geprüft wurden, sowie, welche Auskünfte seitens der Auskunftspersonen nicht erteilt wurden und ob die Aussagen im Bericht hierdurch lückenhaft bzw. unsicherheitsbehaftet sind.

Für die Anlage von Arbeitspapieren können die berufsüblichen Grundsätze des *IDW*, wie sie in IDW PS 460 niedergelegt sind, entsprechend angewendet werden.³⁹¹ Auf diese wird auch in IDW S 1 zur Durchführung von Unternehmensbewertungen verwiesen.³⁹²

5.6.2 Berichterstattung über die Ergebnisse

Gemäß der Vorgehensweise während der gesamten Due Diligence sollten die Ergebnisse der Due Diligence während der Risikoidentifikation, -analyse und

³⁹¹ Vgl. *IDW* (2000b), S. 916-918.

³⁹² Vgl. *IDW* (2000a), S. 841.

-handhabung im Abschlussbericht so aufbereitet werden, dass diese den jeweiligen Empfänger auf die wesentlichen Aspekte aufmerksam machen und weiter fortschreitend in einzelne Detailbereiche einführen. Um die wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Relevanz hervorzuheben und um zu einer effizienten Verarbeitung der Ergebnisse der Due Diligence anzuhalten, sollten im Bericht jeweils die Auswirkungen einzelner Risikopositionen auf die Erträge, das Ertragspotential und den Unternehmenswert des Unternehmens im Verbund mit dem neuen Eigentümer verdeutlicht werden. Für den Fall der Durchführung der Due Diligence durch einen Wirtschaftsprüfer wird im Folgenden ein Vorschlag zum Aufbau eines Due-Diligence-Berichts unterbreitet. Die Gliederung eines solchen Berichtes könnte folgende Gestalt annehmen:

- I. Auftragserteilung und Auftragsgegenstand
- II. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen des Zielunternehmens
- III. Einbindung in den Unternehmensverbund des Käufers
- IV. Festlegung des Untersuchungsprogramms
- V. Zur Verfügung gestellte Unterlagen
- VI. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse
- VII. Risiken in den Teilbereichen und deren Handhabung

Bei der Darstellung der Auftragserteilung und des Auftragsgegenstands sollte der vereinbarte Leistungsinhalt dokumentiert und ggf. negativ abgegrenzt werden.³⁹³ Des Weiteren ist festzulegen, ob die Datenbasis als feststehend gilt und ausgewertet werden soll, oder ob diese auch geprüft werden soll.³⁹⁴

Die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen bestimmen die Abgrenzung des Kaufobjekts. Anzugeben ist, ob es sich um einen Asset Deal oder um einen Share Deal handelt und welche Restriktionen hieraus für die Übertragung des Unternehmens resultieren.

Die Einbindung in den Unternehmensverbund berücksichtigt über die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen des Zielunternehmens hinaus kapital- und leis-

³⁹³ Vgl. *Fachausschuss Recht des IDW* (1998), S. 288.

³⁹⁴ Vgl. *Fachausschuss Recht des IDW* (1998), S. 288.

tungsmäßige Verflechtungen, die bei der Durchführung der Due Diligence zu beachten sind.

Im Rahmen der Festlegung des Untersuchungsprogramms erfolgt eine Konkretisierung des Leistungsinhalts. Aufgezeigt werden soll, wie das Untersuchungsprogramm zusammengestellt und mit dem Zielunternehmen abgestimmt wurde.

Bei der Besprechung der zur Verfügung gestellten Unterlagen sollte insbesondere darauf hingewiesen werden, welche Unterlagen zur Bearbeitung des Untersuchungsprogramms angefordert, jedoch nicht offen gelegt wurden.

Die Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse priorisiert die identifizierten Risiken im Hinblick auf die Akquisitionsziele des Käufers sowie die möglichen Beeinträchtigungen der zukünftigen Zielerreichung. Insbesondere sollte auf die Unsicherheiten der Quantifizierung identifizierter Risiken eingegangen werden.

In dem Abschnitt über die Risiken in den Teilbereichen, wie sie sich aus dem Auftragsinhalt und ggf. nachträglichen Erweiterungen des Leistungsinhalts ergeben, ist auf die Aufbereitung der Risiken, die Risikointerdependenzen und Möglichkeiten der Handhabung der Risiken detailliert einzugehen.

5.7 Zusammenfassung der Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence

Im Folgenden soll die entwickelte Struktur von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence zusammenfassend veranschaulicht werden.

Oberster Grundsatz ist - wie im Rahmen der Bedeutung und der Funktionen der Grundsätze dargelegt wurde - der Schutz von Verkäufer, Käufer und Unternehmen vor Rechtsunsicherheit. Das gemeinsame Interesse an der Leichtigkeit und Sicherheit des Verkehrs mit Unternehmen vereint die teils gegensätzlichen Interessen der Beteiligten.

Bei der Planung der Due Diligence ist die Untersuchungseinheit zunächst nach der Akquisitionsstrategie sowie nach dem Kaufobjekt abzugrenzen. Beide Abgrenzungen sind nicht deckungsgleich. Bei der Abgrenzung nach der Akquisitionsstrategie ist das zu kaufende Unternehmen unter Berücksichtigung der Integration in den Unternehmensverbund des Käufers und losgelöst von der gesellschaftsrechtlichen Struktur zu betrachten. Hierdurch sollen die strategischen Annahmen und Prämissen der Transaktion gegenüber dem Verkäufer sowie innerhalb des Due-Diligence-Teams des Käufers offen gelegt werden. Aus dieser Offenlegung ergeben sich Aufklärungspflichten des Verkäufers hinsichtlich derjenigen Tatbestände, die den Zweck der Transaktion aus Sicht des Käufers gefährden können. Die gesellschaftsrechtliche Abgrenzung nach dem Kaufobjekt dient der Übertragung der Vermögensbestandteile des Unternehmens (beim Asset Deal) bzw. der Übertragung der Beteiligungen am Rechtsträger des Unternehmens (beim Share Deal).

Nach der Abgrenzung der Untersuchungseinheit ist diese in Teilbereiche zu zerlegen, um den an der Due Diligence Beteiligten abgegrenzte Aufgabengebiete zuweisen zu können. Diese Zerlegung sollte das Zielunternehmen zunächst vollständig abbilden. Insbesondere sind dabei die Beziehungen in Form der Hierarchie und der Schnittstellen zwischen den Teilbereichen transparent zu machen und zu kommunizieren.

Die anschließende Auswahl und Festlegung der Untersuchungsbereiche wird unter Beachtung der Grundsätze der Wirtschaftlichkeit und der Risikoorientierung auf der Basis des vor der Due Diligence vorhandenen Informationsstands vorgenommen.

Ziel der Abstimmung der Planung mit dem Zielunternehmen ist die Verständigung über den Umfang der zur Verfügung gestellten Unterlagen und sonstigen Informationen. Die Datenbasis sollte benannt und nach Möglichkeit schriftlich fixiert werden.

Bei der Beauftragung von Beratern und Gutachtern ist eine eindeutige und ggf. negative Abgrenzung des Auftragsinhalts und gleichzeitige Offenlegung der Akquisitionsziele und der Ziele der Due Diligence vorzunehmen.

Die Durchführung der Due Diligence beinhaltet die Identifikation von Risiken in den ausgewählten Untersuchungsbereichen, deren Analyse und Aufbereitung sowie die anschließende Erarbeitung von Lösungen zur Handhabung der Risiken. Hierbei soll sichergestellt werden, dass auf der Basis einer - unter Beachtung informatorischer, finanzieller und zeitlicher Restriktionen - möglichst umfangreichen Risikoidentifikation die Risiken vollständig und unter Vermeidung von Doppel- und Mehrfacherfassungen berücksichtigt werden.

Die Dokumentation und Berichterstattung dient der prozessbegleitenden Kommunikation und Beweissicherung zur Erreichung der mit der Planung und Durchführung der Due Diligence verfolgten Ziele. Hierzu sind identifizierte Risiken aus den einzelnen Untersuchungsbereichen frühzeitig und nach potentielltem Ausmaß priorisiert an die für die Verarbeitung der Ergebnisse Verantwortlichen weiterzuleiten.

6 Umsetzung der Due Diligence in den Teilbereichen

6.1 Financial Due Diligence³⁹⁵

6.1.1 Gegenstand und Durchführung

Ziel der Financial Due Diligence ist eine detaillierte Darstellung und Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Zielgesellschaft sowohl in der Vergangenheit als auch in der Gegenwart und Zukunft. Festzustellen ist, ob alle bilanzierten Vermögensgegenstände tatsächlich vorhanden sowie alle Verbindlichkeiten und Rückstellungen vollständig erfasst und bewertet sind. Darüber hinaus werden die nachhaltigen Gewinne und Cash Flows der letzten Geschäftsjahre ermittelt.³⁹⁶ Voraussetzung hierfür ist, dass einmalige Erträge und Aufwendungen eliminiert, Änderungen von Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätzen festgestellt sowie das Ausmaß stiller Reserven und Lasten aufgedeckt werden.

Informationsquellen der Financial Due Diligence sind die Jahres- und Konzernabschlüsse der Zielgesellschaft, Prüfungsberichte und Management Letter der Wirtschaftsprüfer sowie aktuelle Monats-, Quartals- oder Halbjahresabschlüsse. Ausgangspunkt der Financial Due Diligence ist damit die Analyse der vergangenen Jahresabschlüsse und des aktuellen Jahresabschlusses. In zukunftsorientierter Betrachtung bilden sie die Grundlage für die Unternehmensbewertung. Demnach laufen alle relevanten Informationen in der Planung der Jahresabschlüsse zusammen. Von der Produktplanung über die Absatz-, Umsatz- und Produktionsplanung bis hin zu Finanzierungsstrukturen werden alle Aspekte im Jahresabschluss und den daraus abgeleiteten entziehbaren finanziellen Überschüssen berücksichtigt. Zur Erhöhung der Transparenz der Rechnungslegung und deren Abstimmung mit den Daten des internen Rechnungs-

³⁹⁵ Zur Financial Due Diligence vgl.: *Albeseder* (2001), S. 51-60; *Barthel* (2000), S. 32-37; *Barthel* (1999b), S. 367-369; *Brauner/Lescher* (2002), S. 325-361; *Brebeck/Bredy/Welbers* (2002), S. 293-311; *Ganzert/Kramer* (1995), S. 576-581; *Godefroid* (2000), S. 90f.; *Koch/Wegmann* (2002), S. 123-146; *Kolb/Götz* (1997), S. 311-316; *Lang* (2002), S. 49-64; *Nieland* (2001), S. 54-90; *Spill* (1999), S. 1787-1792; *Wagner/Russ* (2002), S. 1025-1041; *Wegmann/Koch* (2000), S. 1031f.; *Wieselhuber & Partner* (o.J.), S. 21f. und *Wißmann* (1999), S. 149-153. Die Ausführungen zur Financial Due Diligence sowie zu den weiteren Teilbereichen sind angelehnt an die Ausführungen in *Berens/Hoffjan/Strauch* (2002), S. 148-162.

³⁹⁶ Vgl. *Ganzert/Kramer* (1995), S. 578.

wesens werden die Jahresabschlüsse ergänzt um Sparten-, Deckungsbeitrags- und Ergebnisrechnungen. Zur Prüfung der Plausibilität der Entwicklung in der Vergangenheit und der Strategie- und Geschäftsplanung sollten der Struktur der Jahresabschlüsse und internen Ergebnisrechnungen entsprechende Planungsrechnungen einschließlich Planungssubrechnungen wie Absatz- und Investitionsplanungen seitens des Verkäufers vorgelegt bzw. im Verlauf der Financial Due Diligence erstellt werden.

Vergegenwärtigt man sich die zwei zentralen Fragen im Rahmen einer Akquisition, ob und zu welchem Preis die Akquisition durchgeführt werden soll, kann der koordinierende Charakter der Financial Due Diligence innerhalb der Teilbereiche herausgearbeitet werden. In sämtlichen Teilbereichen sind Risiken zu identifizieren und zu quantifizieren sowie hieraus folgende finanzielle Konsequenzen zu untersuchen, die Eingang in das Rechnungswesen finden, und hierüber wiederum einen Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben, sofern keine andere Handhabung von Risiken bspw. durch Garantien möglich ist.

Um dem zentralen Stellenwert der Financial Due Diligence innerhalb der Teilbereiche gerecht zu werden, sollte mit dieser in einem frühen Stadium begonnen werden. Dies bietet sich auch insofern an, da zumindest die Jahresabschlüsse vergangener Perioden oftmals zu den weniger sensiblen Unterlagen gehören und überdies bei großen Publikumsgesellschaften öffentlich verfügbar sind. Im weiteren Verlauf erstreckt sich die Financial Due Diligence über die gesamte Due Diligence hinweg, da die mit finanziellen Konsequenzen verbundenen Aspekte der anderen Teilbereiche mit in die Planungsrechnungen einfließen. Insofern ist sicherzustellen, dass die Ergebnisse der anderen Teammitglieder rechtzeitig und mit Fokus auf die die Planungsrechnungen betreffenden Aspekte dem Financial-Due-Diligence-Team kommuniziert werden. Im Idealfall sind bei Abschluss der Due Diligence die einzelnen Positionen der Planungsrechnungen durch entsprechende Analysen und Prüfungen der an den anderen Teilbereichen Beteiligten unterlegt.

Zu Beginn der Financial Due Diligence muss der Käufer eine Vorstellung von der Ordnungsmäßigkeit des Rechnungswesens erlangen. Daher sind zunächst die Buchführungs- und Berichtssysteme sowie das interne Kontrollsystem zu

beurteilen.³⁹⁷ Erleichtert wird die Arbeit, wenn es sich um ein prüfungspflichtiges Unternehmen handelt, für welches testierte Jahresabschlüsse vorliegen. In diesem Fall sollten neben den Jahresabschlüssen und den Prüfungsberichten auch die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers, sofern diese zur Verfügung gestellt werden, sowie die Management Letter des Wirtschaftsprüfers eingesehen werden. Hieraus lassen sich Einblicke in die angewandten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden gewinnen sowie Schwachstellen in der Organisation des Rechnungswesens und damit der Zuverlässigkeit der Jahresabschlüsse insgesamt erkennen. Bei einer internationalen Unternehmensakquisition hat sich der Käufer insbesondere mit der Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse von Käuferunternehmen und Zielgesellschaft aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungsgrundsätze (US-GAAP, IAS) zu beschäftigen.³⁹⁸

6.1.2 Normalisierungsrechnungen

Normalisierungsrechnungen stellen - um Sondereinflüsse bereinigte - Ergebnisrechnungen abgeschlossener Perioden dar. Die Bereinigung umfasst die Eliminierung außerordentlicher Geschäftsvorfälle und die Anpassung der Beziehungen des bisherigen Gesellschafters zum Unternehmen sowie des Unternehmens zu denjenigen Geschäftspartnern auf der Beschaffungs- und Absatzseite, die im Rahmen des Eigentümerwechsels von Änderungen betroffen sein können. Damit geht die Financial Due Diligence bereits in der Vergangenheitsanalyse über eine Jahresabschlussprüfung hinaus: Obgleich auch einzelne Bilanzpositionen im Hinblick auf aktivische Überbewertungen, passivische Unterbewertungen sowie stille Reserven geprüft werden, hat der Jahresabschluss und die Jahresabschlussprüfung gerade zum Ziel, ein zutreffendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens innerhalb des bisherigen Umfeldes zu vermitteln.

Während der Financial Due Diligence sind die Jahresabschlüsse anschließend im Hinblick auf die Positionen zu modifizieren, die aufgrund des Eigentümerwechsels und einer geplanten Änderung der Produktpolitik und/oder Marktbearbeitungsstrategie Veränderungen unterworfen sein werden. Diese Anpassun-

³⁹⁷ Vgl. *Ganzert/Kramer* (1995), S. 580 und *Brebeck/Bredy/Welbers* (2002), S. 296-299.

³⁹⁸ Vgl. *Ganzert/Kramer* (1995), S. 580.

gen betreffen im Einzelnen Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden, der Verrechnungspreise innerhalb der Unternehmensgruppe des bisherigen Gesellschafters, verdeckte Gewinnausschüttungen,³⁹⁹ nach dem Eigentumsübergang nicht mehr zur Verfügung stehende Leistungen des bisherigen Gesellschafters etc.⁴⁰⁰

Wird die Tochtergesellschaft eines Konzerns erworben, sind die bisherigen Verrechnungspreise zwischen den Tochtergesellschaften sowie zwischen der Muttergesellschaft und der Zielgesellschaft für Waren, Dienstleistungen, Mieten und Fremdkapital mit den Preisen anzusetzen, wie sie sich nach der Trennung von dem bisherigen Unternehmensverbund ergeben (Marktpreise oder Verrechnungspreise des neuen Eigentümers). Hierdurch lässt sich erkennen, inwieweit die Ergebnisse der vorgelegten Jahresabschlüsse auch in Zukunft realisiert werden können oder ob diese auf bilanzpolitischen Maßnahmen aus bisheriger Konzernsicht beruhen.⁴⁰¹

Bei der Übernahme von Familiengesellschaften sind oftmals der Privat- und der Unternehmensbereich nicht streng voneinander getrennt.⁴⁰² So werden bspw. Privatausgaben als Betriebsaufwendungen erfasst et vice versa oder die Arbeitsleistungen des geschäftsführenden Gesellschafters oder der anderen Familiengesellschafter nicht, zu hoch oder zu niedrig in der Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens erfasst. Sonstige Einflüsse auf das Ergebnis ergeben sich aus im Eigentum der bisherigen Gesellschafter befindlichen, dem Unternehmen zur Verfügung gestellten Vermögensgegenständen. Ziel sollte es sein, solche, das bisherige Ergebnis positiv oder negativ beeinflussenden Faktoren weitgehend durch Größen zu ersetzen, wie sie sich nach dem Gesellschafterwechsel ergeben.

6.1.3 Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

In Abhängigkeit von der Stabilität der Branche und des betrachteten Unternehmens innerhalb der Branche hat die Analyse der Vermögens-, Finanz- und

³⁹⁹ Vgl. *Brebeck/Bredy/Welbers* (2002), S. 314-316.

⁴⁰⁰ Vgl. *Barthel* (2000), S. 33.

⁴⁰¹ Vgl. *Barthel* (2000), S. 33.

⁴⁰² Vgl. *Niehues* (1993), S. 2244.

Ertragslage vergangener Perioden ihre Berechtigung, obgleich in jedem Einzelfall zunächst zu prüfen ist, ob Strukturänderungen in der Vergangenheit und prognostizierte bzw. aktiv geplante Veränderungen in der Zukunft diese Vorgehensweise gerechtfertigt erscheinen lassen.

Aufbauend auf den für die Vergangenheit und den aktuellen Zeitpunkt erstellten Normalisierungsrechnungen können sowohl einzelne Bilanzpositionen, Ergebnisgrößen (bspw. Operatives Ergebnis, Ergebnis vor Steuern, Jahresüberschuss, Übergewinn (EVA), Cash Flow) sowie Aufwandsarten einer eingehenderen Untersuchung unterzogen werden. Auf diese Weise erhält der Käufer Anhaltspunkte, inwieweit die Ergebnisgrößen des Zielunternehmens im Rahmen der gesetzten Verzinsungsansprüche liegen.

Problemfelder im Rahmen der Beurteilung der Jahresabschlüsse liegen regelmäßig in der Werthaltigkeit der Vorräte und Forderungen sowie in der vollständigen Erfassung aller zum Zeitpunkt der Bilanzerstellung erkennbaren finanziellen Verpflichtungen. Im Bereich der Forderungen ist die Art der Kunden und ihre Bonität einzuschätzen, um die Angemessenheit der Wertberichtigungen beurteilen zu können. Rückstellungen sind für alle anhängigen Rechtsstreite, Pensionszusagen, ausstehenden Kommissionen, Boni, Garantieverpflichtungen etc. zu berücksichtigen. Darüber hinaus sind Abweichungen zwischen Buch- und Marktwerten, insbesondere im Anlagevermögen und den nicht betriebsnotwendigen Vermögensteilen, aufzuzeigen.⁴⁰³

Für die Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage kommen sämtliche Methoden der Bilanzanalyse in Betracht. Um zu einer Entscheidung über den Kauf des Unternehmens zu gelangen, sollte die Zielgesellschaft mit den gleichen Methoden und nach den gleichen Kriterien (hinsichtlich der Art und der Höhe der Anspruchsniveaus für die verwendeten Kapitalstruktur-, Rentabilitäts- und Liquiditätskennziffern) gemessen werden, wie dies bereits mit anderen Gesellschaften des Käuferunternehmens oder im Rahmen der Entscheidung über einzelne Investitionsprojekte geschieht.

⁴⁰³ Vgl. *Barthel* (2000), S. 33.

6.1.4 Planungsrechnungen

Soll die Financial Due Diligence nicht bei der Analyse des Status Quo der Zielgesellschaft enden, ist eine Beschäftigung mit der voraussichtlichen Entwicklung des Unternehmens im Verbund mit dem neuen Eigentümer notwendig.⁴⁰⁴ Wurden die Planungsrechnungen vom bisherigen Gesellschafter bzw. dessen Management erstellt, eröffnen sich dem Käufer im Wesentlichen zwei Problembereiche: Zum einen besteht die Gefahr, dass Planungsrechnungen speziell für den Anlass des Verkaufs erstellt bzw. zumindest modifiziert wurden. Als Hockey-stick-Effekt wird in diesem Zusammenhang ein Planungsverlauf bezeichnet, bei welchem geplante zukünftige Ergebnisse fernerer Planungsperioden einen signifikanten Anstieg gegenüber vergangenen Perioden aufweisen. Werden Kaufpreisvorstellungen seitens des Verkäufers auf der Basis dieser Planungsrechnungen formuliert, fällt es schwer, diese mit den Grenzpreisüberlegungen des Käufers in Einklang zu bringen.

Zum anderen stellt sich auch unabhängig von solchen Effekten die Frage, ob ein Eigentumsübergang auf der Grundlage von durch den Verkäufer erstellten Planungsrechnungen für den Käufer wirtschaftlich überhaupt vorteilhaft sein kann. Bedingung hierfür ist, dass der Grenzpreis des Verkäufers unter demjenigen des Käufers liegt. Bilden sich die Grenzpreisvorstellungen auf der Basis desselben Datenmaterials, verengt sich die Spanne, innerhalb derer eine Übereinkunft unter den Parteien zustande kommen kann. Aufgrund dieser Tatsache und der Überlegung, dass bei der Schaffung eines Mehrwertes infolge der Akquisition der Kaufpreis unter dem Grenzpreis des Käufers liegen muss, sind seitens des Käufers geplante Modifikationen der bisherigen Strategie und Unternehmenspolitik bereits im Rahmen der Financial Due Diligence in die Planungsrechnungen einzustellen, auch wenn diese nicht dem Verkäufer kommuniziert werden.

⁴⁰⁴ Vgl. *Barthel* (2000), S. 35f.

6.2 Tax Due Diligence⁴⁰⁵

Aufgabe der steuerlichen Due Diligence (Tax Due Diligence) ist die Prüfung der rechtskonformen Durchführung der Besteuerung in der Vergangenheit (Steuererklärungen durch das Unternehmen sowie -festsetzungen durch die Finanzbehörde), die Untersuchung der mit dem Eigentumsübergang geschaffenen steuerlichen Tatbestände sowie die Steuerplanung unter Berücksichtigung der neuen Eigentumsverhältnisse.⁴⁰⁶

Als Informationsquellen dienen Steuerbilanzen, Steuererklärungen und -bescheide, Berichte über Betriebsprüfungen, Korrespondenz mit der Finanzverwaltung über anhängige Verfahren (schwebende Einsprüche, Klagen, Revisionen etc.), verbindliche Auskünfte und sonstige Vereinbarungen mit Finanzbehörden, sowie Vertragsverhältnisse mit Gesellschaftern und nahe stehenden Personen.⁴⁰⁷

Für die vergangenen Wirtschaftsjahre sind zunächst die von einer Betriebsprüfung noch nicht abgedeckten Veranlagungszeiträume, getrennt nach Steuerarten, bis zum Erwerbszeitpunkt zu untersuchen. Diesbezüglich übernimmt die steuerliche Due Diligence die Funktion einer vorgezogenen Betriebsprüfung.⁴⁰⁸ Verjährte oder abschließend geprüfte Veranlagungszeiträume sind insofern sekundär zu betrachten, als hieraus keine unmittelbaren Steuerzahlungen resultieren. Gleichwohl können steuerliche Risiken aus bei Betriebsprüfungen nicht erkannten Tatbeständen der Vergangenheit in der Zukunft relevant werden.⁴⁰⁹ Darüber hinaus gewähren die Betriebsprüfungsberichte abgeschlossener Zeiträume einen Einblick in die „Steuerkultur“, m.a.W., inwieweit in der Vergangenheit Steuernachzahlungen aus nicht korrekt erstellten Steuererklärungen

⁴⁰⁵ Zur Tax Due Diligence vgl.: *Albесeder* (2001), S. 60-64; *Bahns* (2002), S. 501-506; *Barthel* (2000), S. 37-43; *Barthel* (1999b), S. 370-372; *Brebeck/Bredy/Welbers* (2002), S. 311-324; *Godefroid* (2000), S. 93; *Kecker* (2001), S. 91-109; *Koch/Wegmann* (2002), S. 119-121; *Krüger* (1998), S. 401-425; *Krüger/Kalbfleisch* (1999), S. 178-180; *Löffler* (2002), S. 61-357; *Marx/Löffler* (2000), S. 333-340; *Unger u.a.* (2002), S. 65-82; *Wagner/Russ* (2002), 1041-1067 und *Wieselhuber & Partner* (o.J.), S. 22-24.

⁴⁰⁶ Vgl. *Barthel* (2000), S. 38.

⁴⁰⁷ Vgl. *Koch/Wegmann* (2002), S. 119; *Kecker* (2001), S. 93. Für eine detaillierte Aufstellung relevanter Informationsquellen einer Tax Due Diligence vgl. *Krüger* (1998), S. 405-417.

⁴⁰⁸ Vgl. *Brebeck/Bredy/Welbers* (2002), S. 313.

⁴⁰⁹ Vgl. *Brebeck/Bredy/Welbers* (2002), S. 312f.

durch die Gesellschaft oder aber aus Auslegungsdifferenzen zwischen Unternehmen und Finanzverwaltung resultierten.

Eine Systematisierung der Risiken aus abgeschlossenen Wirtschaftsjahren und der Risiken aus dem Eigentumsübergang führt zu folgenden Risikokategorien:

- Ansatz- und Bewertungsrisiken mit temporären oder einmaligen Effekten,
- Eigenschaftsrisiken,
- Vertragsrisiken,
- Gestaltungsrisiken.

Ansatz- und Bewertungsrisiken bezüglich einzelner Wirtschaftsgüter existieren u.a. im Bereich von Teilwertabschreibungen, die steuerlich nur bei voraussichtlich dauernder Wertminderung zulässig sind (§ 6 Abs. 1 Nr. 1 EStG). Das steuerliche Wertaufholungsgebot führt dazu, dass zusätzliche Steuerzahlungen aus bislang nicht durchgeführten Wertaufholungen in der Vergangenheit sowie in der Zukunft eintretenden Wertaufholungen drohen. Ein weiteres Problem stellt das Ansatzverbot von Rückstellungen für drohende Verluste dar, da in diesen Fällen die tatsächliche Belastung nicht vollständig ausgewiesen wird.⁴¹⁰

Eigenschaftsrisiken resultieren aus der gesellschaftsrechtlichen Struktur des übergehenden Rechtsträgers und seinen bisherigen Anteilseignern und können im Rahmen des Veräußerungsvorgangs einen Steuerzugriff des Fiskus auslösen.⁴¹¹ Zu nennen sind hier die Veräußerungsgewinnbesteuerung des Verkäufers, eine bisher nicht erkannte Betriebsaufspaltung oder der mögliche Wegfall steuerlicher Vergünstigungen (Investitionszulagen, Subventionen).⁴¹² Wird die Gesellschaft aus einer bestehenden körperschaftsteuerlichen Organschaft herausgelöst, kann diese rückwirkend aberkannt werden, wenn bspw. die Mindestlaufzeit des Ergebnisabführungsvertrages nicht eingehalten wurde.

Vertragsrisiken sind in den vertraglichen Beziehungen der Zielgesellschaft mit den Gesellschaftern und ihnen nahe stehenden Personen sowie Dritten begründet. Prominentes Beispiel hierfür sind verdeckte Gewinnausschüttungen und

⁴¹⁰ Vgl. *Marx/Löffler* (2000), S. 337.

⁴¹¹ Vgl. *Marx/Löffler* (2000), S. 336; *Krüger/Kalbfleisch* (1999), S. 178.

⁴¹² Vgl. *Koch/Wegmann* (2002), S. 120f.; *Krüger* (1998), S. 412; *Marx/Löffler* (2000), S. 336.

verdeckte Einlagen.⁴¹³ Sofern Leistungsbeziehungen zwischen der Gesellschaft und den Gesellschafter sowie Verrechnungspreise nicht auf der Grundlage des Drittvergleichs (at-arm's-length-Prinzip) abgerechnet werden, kann die steuerliche Anerkennung versagt werden.

Gestaltungsrisiken entstehen im Rahmen der Festlegung der steuerlichen Erwerbsstruktur. An dieser Stelle sind Festlegungen zu treffen über die Wahl zwischen Asset Deal und Share Deal, die Buchwertaufstockung und Abschreibung der Mehrwerte in den Folgejahren, die Schaffung der Organschaftsvoraussetzungen, die steuerliche Behandlung der Finanzierungskosten, die Nutzung von Verlustvorträgen etc. Bei einem Share Deal ließ sich bislang eine Nutzung des über den Netto-Buchwert hinausgehenden Kaufpreises als steuermindernde Abschreibung im Wege von Umwandlungs- und Kombinationsmodellen erreichen. Die Vorteile dieser Modelle sind durch das StSenkG 2001 erheblich eingeschränkt resp. nicht mehr gegeben. Derzeit diskutierte mögliche Alternativen sind das Organschafts- und das Down Stream-Merger-Modell.⁴¹⁴

6.3 Legal Due Diligence⁴¹⁵

Gegenstand der Legal Due Diligence sind die Feststellung der rechtswirksamen Begründung und Ausübung der Geschäftstätigkeit sowie der gesellschaftsrechtlichen Struktur der Zielgesellschaft, die Sichtung privatrechtlicher Verträge mit den Angestellten der Gesellschaft und Dritten sowie die Beziehungen zu öffentlich-rechtlichen Stellen. Ziel ist, Erkenntnisse über die rechtliche Konstitution der Zielgesellschaft zu gewinnen und Entwicklungen zu erkennen, die sich aus den privatrechtlichen Verträgen und öffentlich-rechtlichen Bestimmungen, Auflagen und Genehmigungen im Hinblick auf den Eigentumsübergang und die zukünftige Unternehmensentwicklung ergeben. Anhand dieser Informationen sollen die rechtlichen Verflechtungen des Unternehmens im Innenverhältnis und mit der Umwelt offen gelegt werden. Sowohl sachlich als auch personell

⁴¹³ Vgl. *Brebeck/Bredy/Welbers* (2002), S. 314-316; *Krüger/Kalbfleisch* (1999), S. 178f.; *Marx/Löffler* (2000), S. 337f.; *Kecker* (2001), S. 101-103.

⁴¹⁴ Vgl. *Förster* (2001), S. 1247f.; *Pluskat* (2001), S. 2218f.

⁴¹⁵ Zur Legal Due Diligence vgl.: *Barthel* (2000), S. 43-52; *Barthel* (1999b), S. 372-376; *Fellner u.a.* (2002), S. 82-106; *Fritzsche* (2002), S. 363-387; *Heidinger/Graf* (2001), S. 27-44; *Godefroid* (2000), S. 92f.; *Jaletzke* (1999), S. 199-223; *Koch/Wegmann* (2002), S. 112-119; *Picot* (2002b), S. 426-432 und *Wagner/Russ* (2002), S. 1072-1086.

mit der Legal Due Diligence direkt verbunden ist die Ausarbeitung des Vertragswerkes.⁴¹⁶ Hierbei ist sicherzustellen, dass offen gelegte (Vertrags-)Risiken entweder in Form von Garantien Eingang in den Kaufvertrag finden oder aber über Kaufpreisanpassungen antizipiert werden.

Die Aufnahme des Bestands und der gesellschaftsrechtlichen Struktur erfolgt durch die Sichtung des Handelsregisterauszuges und des Gesellschaftsvertrages bzw. der Satzung. Aus diesen Unterlagen gehen die bisherigen Gesellschafter sowie die derzeitigen gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft hervor. Besondere Beachtung ist Kapitalzuführungen im Wege der Bar- und Sacheinlage zum Zeitpunkt der Gründung sowie im Rahmen von Kapitalerhöhungen zu widmen. Handelt es sich um eine Unternehmensgruppe, sind in die Beurteilung Beherrschungs-, Gewinnabführungs- und Organschaftsverträge mit den Tochtergesellschaften einzubeziehen.⁴¹⁷

Zu den öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten gehören Erklärungen und Anmeldungen gegenüber öffentlichen Stellen, Erlaubnisse, Freigaben und Genehmigungen, die für den Geschäftsbetrieb der Gesellschaft erforderlich sind, sowie von staatlichen oder Verwaltungsbehörden eingeleitete oder drohende Untersuchungen, Anfragen, Prüfungen und Straf- und Ordnungswidrigkeitsverfahren.⁴¹⁸

Kauf- bzw. Verkauf-, Arbeits-, Miet-, Leasing- und Factoring-Verträge auf privatrechtlicher Grundlage bestehen zwischen der Gesellschaft und den Angestellten sowie zwischen der Gesellschaft und mit dieser in Geschäftskontakt stehenden Kunden, Lieferanten, Vermietern, Banken, Versicherungen, Kooperationspartnern etc. Bei diesen Verträgen ist insbesondere zu prüfen, ob sich aus der Laufzeit positive oder negative Auswirkungen auf die künftige Entwicklung ergeben. So kann der Käufer zum einen an einem Weiterbestehen der Verträge interessiert sein, sofern diese Sicherheit hinsichtlich zukünftiger Erlöse und Kosten vermitteln (bspw. durch langfristige Liefer- und Abnahmeverträge, günstige Konditionen bei Dauerschulden), zum anderen wird der Käufer Verträge zu kündigen versuchen, insbesondere wenn Änderungen in der Unter-

⁴¹⁶ Vgl. auch *Barthel* (2000), S. 43.

⁴¹⁷ Vgl. zu diesen und weiteren Unterlagen *Wegen* (1994), S. 292.

⁴¹⁸ Vgl. *Wegen* (1994), S. 292, 294.

nehmenszielsetzung und Geschäftspolitik angestrebt werden und/oder der Käufer über günstigere Konditionen bei Vertragspartnern verfügt. Sind Änderungen in der Personalpolitik geplant, sollten die relevanten Anstellungsverträge bzgl. Kündigungsfristen, Pensionszusagen und Abfindungsregelungen geprüft werden.

Besonderere Aufmerksamkeit bedarf die Einschätzung von Risiken aus drohenden oder anhängigen Prozessen. Zentrale Frage über die akuten, bereits verwirklichten Tatbestände hinaus ist, inwieweit die Zielgesellschaft latent solchen Risiken ausgesetzt ist.

Abbildung 24 fasst die vorstehenden Ausführungen zusammen und stellt eine Systematisierung der aus der Vertragsinventur abzuleitenden Risiken vor. Diese dient dazu, über die reine Auflistung der vertraglichen Beziehungen der Zielgesellschaft hinaus, Konsequenzen für den Käufer aus dem Eigentumsübergang abzuleiten.

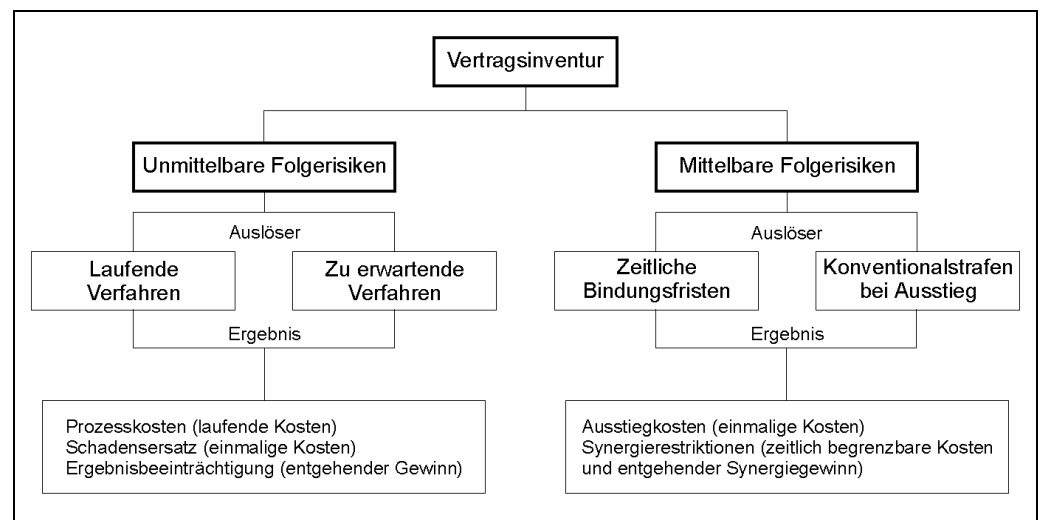


Abbildung 24: Vertragsfolgerisiken als Ergebnis der Due Diligence⁴¹⁹

In vielen Fällen ist schließlich im Rahmen der Legal Due Diligence eine Prüfung der kartellrechtlichen Zulässigkeit des Unternehmenserwerbs vorzunehmen.⁴²⁰ Nach Feststellung der einschlägigen Rechtsvorschriften (deutsches oder europäisches Fusionsrecht) sind die entsprechenden Tatbestandsvoraussetzun-

⁴¹⁹ Quelle: *Wieselhuber & Partner* (o.J.), S. 20.

⁴²⁰ Vgl. *Fritzsche* (2002), S. 367f.; *Krüger/Kalbfleisch* (1999), S. 177f.

gen einer Anmeldung oder Genehmigung durch die entsprechende Kartellbehörde zu ermitteln.

6.4 Commercial Due Diligence⁴²¹

Gegenstand der Commercial Due Diligence (auch Market Diligence) sind der relevante Markt und die Wettbewerbsposition des Zielunternehmens, das Produkt- und Dienstleistungsprogramm sowie die Organisation des Marketing und die Marketingprogramme. Um die Absatzrisiken und -chancen sowie die Innovationskraft in der Zukunft einzuschätzen und damit die Plausibilität der Umsatz- und Gewinnprognosen zu beurteilen, ist es erforderlich, die Struktur und den Wettbewerb in der betreffenden Branche zu erklären und aufzuzeigen, inwieweit das Unternehmen in der Lage ist, die derzeitige Position zu halten bzw. auszubauen.

Charakteristisch für die Informationsquellen einer Market Due Diligence ist, dass Markt- und Wettbewerbsdaten weniger formalisiert vorliegen als die Informationen bspw. für eine Financial, Tax oder Legal Due Diligence. Zudem ist ein Großteil der Informationen außerhalb des Unternehmens im Rahmen von Branchenstudien sowie Gesprächen mit Kunden, Wettbewerbern und Branchenexperten zu gewinnen.⁴²²

Zur Bestimmung der Stärken und Schwächen des Unternehmens im Verhältnis zur Branche müssen die Erfolgsfaktoren, die dem Wettbewerb zugrunde liegen, - die dominante Logik einer Branche - herausgearbeitet werden. Nach *Porter* sind die den Wettbewerb bestimmenden Kräfte zunächst die aktuellen Konkurrenzunternehmen der gleichen Branche. Hinzu kommen als weitere „Konkurrenten“ die Lieferanten und Abnehmer, Substitutionsprodukte und potentielle neue Konkurrenten.⁴²³ Ist die Zielgesellschaft in mehreren Branchen tätig, muss die Betrachtung entsprechend für jedes Geschäftsfeld der Zielgesellschaft erfolgen. Schwierig wird es für den Käufer, diese Faktoren zu erkennen und ein-

⁴²¹ Zur Commercial/Market Due Diligence vgl.: *Barthel* (2000), S. 30-32; *Barthel* (1999b), S. 366f.; *Beck* (2002), S. 554-559; *Brühl* (2002), S. 312-320; *Godefroid* (2000), S. 91f.; *Koch/Wegmann* (2002), S. 63-74; *Leoprechting* (2000), S. 786-792; *Preschern/Wintersberger* (2002), S. 106-119; *Rankine* (1999); *Sebastian/Niederdrenk/Tesch* (2002), S. 389-408; *Sebastian/Niederdrenk/Tesch* (1998), S. 207-211 und *Wagner/Russ* (2002), S. 1015-1024.

⁴²² Vgl. *Sebastian/Niederdrenk/Tesch* (2002), S. 402f.

⁴²³ Vgl. *Porter* (1999), S. 36.

zuschätzen, sofern die Akquisition eine konglomerate Diversifikation darstellt. In diesem Falle wird er im Wesentlichen auf Gespräche mit dem Management der Zielgesellschaft und dem Personal des Marketingbereichs angewiesen sein. Bei einer horizontalen oder vertikalen Diversifikation sollte der Käufer über diese Kenntnisse aufgrund der eigenen Geschäftstätigkeit verfügen.

Sind die Faktoren des Branchenwettbewerbs identifiziert, muss die Position des Unternehmens innerhalb der Branche ermittelt werden. Ausgangspunkt hierfür ist das aktuelle Leistungsprogramm. Hierzu ist es erforderlich, die Art, die Qualität und die Preise der angebotenen Produkte, ihre Marktanteile und ihre Stellung im Produktlebenszyklus näher zu analysieren. Eine Aufgliederung der Umsatzerlöse nach Kunden, Produkten und Regionen liefert Aufschlüsse über Abhängigkeiten des Unternehmens von einzelnen Segmenten.

Aus der Sicht der Abnehmer ist insbesondere das Image des Unternehmens und der Produkte, die Markentreue und die Kundenzufriedenheit zu beurteilen. Besondere Aufmerksamkeit im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung verdienen daher der Stellenwert des Marketingbereichs (Platzierung in der Unternehmenshierarchie, qualitative und quantitative Besetzung, budgetäre Ausstattung etc.), die Marketingziele und eingesetzten Marketinginstrumente sowie die Zusammenarbeit des Marketing mit den Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten. Hieraus lässt sich folgern, inwieweit das Unternehmen fähig ist, die eine Kaufentscheidung beeinflussenden Faktoren zu analysieren, um auch in der Zukunft marktgerecht Kundenwünsche zu befriedigen.

Die Analysen während einer Market Due Diligence sind zukunftsorientiert durchzuführen. Hierbei stellt sich die Frage, welche Planungs- und Prognoseverfahren in Abhängigkeit des betrachteten Unternehmens und der Branche sowie unter Berücksichtigung des zeitlichen und informationellen Engpasses in einer Due Diligence adäquat einsetzbar sind. Zu den mathematisch-statistischen Verfahren gehören die Zeitreihen- und die Regressionsanalyse, qualitativ-intuitive Verfahren sind bspw. die Analogieschlussmethode und die Szenariotechnik.⁴²⁴ Diese Verfahren sind kontextabhängig einzusetzen, wie dies in Abbildung 12 dargestellt wurde. Bei einem seit langem am Markt und in

⁴²⁴ Vgl. Hayn (2000), S. 293-393.

einer stabilen Branche agierenden Unternehmen kann eine Vergangenheitsanalyse und eine hierauf aufbauende Zeitreihenfortschreibung u.U. gerechtfertigt sein. Handelt es sich hingegen - am anderen Ende des Spektrums - um ein junges Unternehmen in einer jungen oder instabilen Branche, ist eine originäre Planung unter weitgehendem Verzicht auf historische Daten durchzuführen.

6.5 Human Resources Due Diligence⁴²⁵

Gegenstand der Human Resources Due Diligence sind zwei, nicht trennscharf voneinander abgrenzbare Themenbereiche, die oftmals mit den Schlagworten der „harten“ und der „weichen“ Faktoren belegt werden. Der erste Bereich umfasst die arbeitsrechtlichen und finanziellen Aspekte des Personals, der zweite Bereich die Qualifikation und Motivation des Personals sowie unternehmenskulturelle Aspekte. Während der erste Bereich unmittelbare Schnittstellen zur Legal und Financial Due Diligence aufweist und mit diesen abzustimmen ist, strahlt der zweite Bereich (in weit diffuserer Weise) auf sämtliche den Unternehmenserfolg determinierenden Sachverhalte aus.

Arbeitsrechtliche und finanzielle Aspekte

In arbeitsrechtlicher Hinsicht stehen die vertraglichen Beziehungen zu den Mitarbeitern - einschließlich freier Mitarbeiter, Berater und Handelsvertreter - im Mittelpunkt. Hierbei kann zunächst zwischen Individualarbeitsverträgen, Betriebsvereinbarungen und Kollektiv- oder Tarifverträgen unterschieden werden.⁴²⁶ Diese sind in Bezug auf Rechte und Pflichten der Arbeitnehmer, Arbeitszeitregelungen, Vergütungsstruktur, Sozialleistungen, sonstige Sach- und Dienstleistungen sowie Kündigungsmöglichkeiten, sowohl von Arbeitgeber- als auch von Arbeitnehmerseite,⁴²⁷ zu analysieren. Unmittelbar bewertungsrele-

⁴²⁵ Zur Human Resources Due Diligence vgl.: *Aldering/von Hutten* (2002), S. 409-426; *Dielmann* (1997), S. 470-473; *English* (1994), S. 19-25; *Ferrari/Rothgängel* (2003), S. 63-67, 120-126; *Godefroid* (2000), S. 94; *Kittner* (1997), S. 2285-2290; *Koch/Wegmann* (2002), S. 95-111; *Mayerhofer* (2002), S. 68-74; *Oberleitner* (2001), S. 83-95; *Scott* (2001c), S. 173-182; *Unterköfler* (2002), S. 127-134 und *Wucknitz* (2002), S. 36-43.

⁴²⁶ Vgl. *Unterköfler* (2002), S. 132; *Fritzsche* (2002), S. 376f.; *Pack* (2000), S. 240 und *Schmeisser/Clermont* (1999), S. 52.

⁴²⁷ Kündigungsklauseln wurden in der Vergangenheit oftmals einseitig im Sinne der Möglichkeit zur Freisetzung von Arbeitnehmern unter Beachtung des § 613a BGB interpretiert. Betrachtet man das Personal hingegen als wesentlichen Faktor der Wertschaffung, steht der Verbleib der Mitarbeiter nach erfolgter Akquisition im Vordergrund. Vgl. *Pack* (2000), S. 239.

vant sind die laufende Vergütung in Form fixer und variabler Gehaltsbestandteile sowie Vereinbarungen für die Zeit nach dem Ausscheiden aus dem Unternehmen (Pensionszusagen, Direktversicherungen). Obgleich Gehalts- und Pensionszahlungen einen Aufwandsposten darstellen und damit eine negative Komponente bei der Bestimmung des Unternehmenswertes, gilt, dass ein angemessenes Gehaltsniveau und die interne Gehaltsgerechtigkeit einen Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens auf dem Arbeitsmarkt und im Weiteren auf die Qualifikation und Motivation der Mitarbeiter haben.

Weit mehr Beachtung als den rechtlichen und finanziellen Aspekten der Human Resources wird in der Literatur der Beurteilung des Managements und der Mitarbeiter der Zielgesellschaft sowie der Analyse der Unternehmenskultur geschenkt.⁴²⁸ Problemfelder einer solchen Cultural Due Diligence lassen sich zum einen im Rahmen einer isolierten Betrachtung des Akquisitionsobjektes identifizieren, zum anderen erhält die Thematik besondere Relevanz bei der Gestaltung der Beziehungen und der Zusammenarbeit zwischen Akquisiteur und Zielgesellschaft im Rahmen der Integration.⁴²⁹

Bei der Beurteilung des Managements steht die Frage im Mittelpunkt, inwieweit dieses fachlich und persönlich qualifiziert ist, Strategien umzusetzen und Ziele zu erreichen. Neben der Ordnungsmäßigkeit der Geschäftsführungsorganisation, des Geschäftsführungsinstrumentariums und der Geschäftsführungstätigkeit, die Gegenstand einer Prüfung der Entscheidungs-, Ablauf- und Kontrollprozesse sein können, geht es im Wesentlichen um die Motivation des Managements und inwieweit es gelingt, diese Motivation auf alle Mitarbeiter zu übertragen.

Unternehmenskultur

Wird aus der Gesamtheit der unterschiedlichen Motivationen aller Beschäftigten ein gemeinsamer Konsens hinsichtlich Werte, Normen und Überzeugungen erkennbar, der das Verhalten der Menschen in einem Unternehmen leitet, so gelangt man zur Unternehmenskultur.⁴³⁰ Als erfolgskritisch wird die Unterneh-

⁴²⁸ Vgl. bspw. Aldering/von Hutten (2002), S. 409-426; Althausen/Tonscheidt-Gössl (1999), S. 40-46 und Weidinger/Mündemann (1999), S. 427-432.

⁴²⁹ Vgl. zur personellen und kulturellen Integration insbesondere Pribilla (2000), S. 377-418.

⁴³⁰ Vgl. Niehues (1993), S. 2245.

menskultur angesehen, da „bei dem schnellen Wandel, dem Unternehmen heute oft unterliegen, und der großen Änderungsbereitschaft, die man dem Personal abfordert, ein Kern von Überzeugungen und Identifikationsobjekten sehr wichtig ist, der trotz aller Änderungen des Produktes, der Produktionsverfahren und der Ablauf- und Aufbauorganisation stabil bleibt“⁴³¹. Diese Stabilität kann für den Akquisiteur von Vorteil sein, sich jedoch auch nachteilig auswirken. Positiv ist die Stabilität einer intakten Unternehmenskultur, da sie Rückschlüsse auf die dauerhafte Funktionsfähigkeit und Expansionsfähigkeit des Unternehmens erlaubt. Andererseits kann gerade die Stabilität zum Problem werden, wenn sich Schwächen in der Unternehmenskultur zeigen und diese im Rahmen des Eigentümerwechsels behoben werden sollen.

Neben der isolierten Beurteilung der Unternehmenskultur kommt es auf die Kompatibilität der Unternehmenskulturen von Käufer und Zielunternehmen an. Probleme bei der Realisierung von Synergien entstehen, wenn Divergenzen von Unternehmenskulturen bei der Synergie-Identifikation vernachlässigt werden.⁴³² Unterschiede in der Terminologie und den Normen zwischenmenschlichen Verhaltens können die Kommunikation beeinträchtigen und arbeitsfähige Beziehungen schwer erreichbar machen. Man denke in diesem Zusammenhang nur an die in den letzten Jahren angekündigten oder vollzogenen Großfusionen, bei denen von unterschiedlichen Unternehmenskulturen als entscheidendem Faktor für Erfolg oder Misserfolg berichtet wurde. Im Vorfeld werden solche Risiken in der Regel mit dem Hinweis auf das Zusammenführen von ‘zwei gleichberechtigten und idealen Partnern’ kaschiert. Zu den Unterschieden zwischen Führungskräften, die Synergien verhindern können, gehören bspw. unterschiedliche Führungsstile, Fachkenntnisse, Titel und Amtszeiten sowie unterschiedliche Entlohnungssysteme und -höhen.⁴³³

⁴³¹ Wächter (1990), S. 121.

⁴³² Vgl. Reißner (1992), S. 140. Analyseinstrumente zur Identifikation und Abstimmung von Unternehmenskultur-Differenzen stellen die Unternehmenskultur-Profilardarstellung (vgl. Reißner (1992), S. 141) und die Netzwerkdarstellung der Unternehmenskulturen (vgl. Gomez/Weber (1989), S. 75) dar.

⁴³³ Vgl. Porter (1999), S. 495. Zum letztgenannten Sachverhalt vgl. bspw. die Problematik bei der Fusion der Daimler-Benz AG mit der Chrysler Corp. zu DaimlerChrysler im Jahre 1998.

6.6 Organizational Due Diligence⁴³⁴

Die Organizational Due Diligence beschäftigt sich mit:

- der Organisationsstruktur (Aufbau- und Ablauforganisation),
- der Unternehmensverfassung, sowie
- der Organisation im Unternehmensverbund des Käufers.

Im Zusammenhang mit der Aufbauorganisation ist zu festzustellen, ob diese der Art und der Größe des Unternehmens angemessen ist, inwieweit Organisationspläne vorhanden sind und ob für die einzelnen Arbeitsbereiche Stellenbeschreibungen vorliegen. Gegenstand der Analyse der Ablauforganisation ist die zeitliche, räumliche und sachliche Zuordnung der Arbeitsprozesse sowie die Koordination der Teilaufgaben zu Arbeitsabläufen. Ziel ist es, die Wirtschaftlichkeit der Aufgabenerledigung festzustellen, zu ermitteln, ob einzelne Bereiche personell überbesetzt sind, inwieweit die internen Aktivitäten überwacht werden und ob klare organisatorische Zuständigkeiten in den jeweiligen Funktionsbereichen definiert sind.⁴³⁵ In die Betrachtung einzubeziehen ist das Informations- und Berichtswesen und das interne Kontrollsystem.⁴³⁶ Informationsquellen im Rahmen der Organisationsprüfung sind Organisationshandbücher, Organigramme, Stellenbeschreibungen, Funktionendiagramme sowie schriftliche und mündliche Befragungen der Mitarbeiter und die eigene Beobachtung der Betriebsabläufe.⁴³⁷ Aus der Sichtung der für die Zwecke der Organisationsgestaltung erstellten Unterlagen ist zunächst lediglich der ursprünglich konzipierte Sollzustand zu erkennen, weshalb sich der Käufer auch mit der realen Organisationsstruktur und der sog. informalen Organisation⁴³⁸ beschäftigen sollte.

Nach der Aufnahme des Istzustandes muss beurteilt werden, inwieweit die Organisation der Zielgesellschaft geeignet ist, die Unternehmenszielsetzung - entweder gemäß bisheriger Konzeption oder entsprechend eines geänderten

⁴³⁴ Zur Organizational Due Diligence vgl.: *Berens/Hoffjan/Strauch* (2002), S. 155-157; *Koch/Wegmann* (2002), S. 86-94 und *Wegmann/Koch* (2000), S. 1029f.

⁴³⁵ Vgl. *Niehues* (1993), S. 2245.

⁴³⁶ Vgl. *Koch/Wegmann* (2002), S. 87, 93.

⁴³⁷ Vgl. *Hartmann* (1985), S. 79f.

⁴³⁸ Vgl. *Hartmann* (1985), S. 76f.

Fortführungskonzeptes des Käufers - zu erreichen. In jedem Falle sind Risiken, die durch die Zentralisierung von Stabsstellen oder durch die fachliche Unterstellung von Abteilungen/Funktionen unter eine neue Leitung entstehen, frühzeitig zu erkennen. Hierzu gehört der Verlust an Eigenständigkeit von bislang mit Freiräumen ausgestatteten Abteilungen und die dadurch bewirkte Demotivation bis hin zum Weggang der Mitarbeiter.⁴³⁹

6.7 Technical Due Diligence⁴⁴⁰

Die Analyse des Produktionsbereiches bezieht sich auf

- die technische Ausstattung und den Zustand der Betriebsstätten,
- Produktionskapazitäten und -prozesse,
- Standortvor- und -nachteile sowie
- die Einsatzstoffe.

Das Ziel ist die Beantwortung der Fragen, inwieweit Grundstücke und Gebäude, technische Anlagen und Maschinen, Betriebs- und Geschäftsausstattungen und Vorräte werthaltig sind, ob die Produktionsprozesse effizient und störungsfrei ablaufen und ob sich durch die gemeinsame Übernahme von Aktivitäten Synergieeffekte erzielen lassen oder diese erschwert werden.

Zu Beginn der Analyse des Produktionsbereiches sollte eine Betriebsbesichtigung durchgeführt werden, bei welcher diejenigen Tatbestände aufgenommen werden, die durch einfache Inaugenscheinnahme erfasst werden können.⁴⁴¹ Wird für diesen Zweck Personal aus den entsprechenden Bereichen des Käuferunternehmens hinzugezogen (Techniker, Leiter des Produktions- oder Produktentwicklungsbereichs), kann ein erster Eindruck von der Produktivität und der sie bestimmenden Faktoren wie Maschinenpark, Material- und Produktionsfluss, Organisation der Fertigungssteuerung, Integration und Art der Lagerwirtschaft, Qualitätskontrolle etc. gewonnen werden.⁴⁴² In Verbindung mit den Daten aus dem Rechnungswesen sind weiterhin das Alter, die Anschaffungs- bzw.

⁴³⁹ Vgl. *Ottersbach/Kolbe* (1990), S. 142.

⁴⁴⁰ Zur Technical Due Diligence vgl.: *Bannert u.a.* (2002), S. 34-45; *Dankl/Müller* (2002), S. 135-144; *Koch/Wegmann* (2002), S. 75-80; *Hartmann* (1998), S. 1009-1027 und *Wegmann/Koch* (2000), S. 1029.

⁴⁴¹ Vgl. *Koch/Wegmann* (2002), S. 75.

⁴⁴² Vgl. *Humpert* (1985), S. 35.

Wiederbeschaffungskosten, die Restnutzungsdauern, erfolgte oder noch durchzuführende Investitionen, Reparaturerefordernisse sowie die Kapazitätsauslastung und evtl. Engpässe der Betriebsstätten und der einzelnen Maschinen und Anlagen zu bestimmen.⁴⁴³ Wird beabsichtigt, in der Zukunft ganz oder teilweise andere Produkte herzustellen und/oder die Produktionsprozesse mit denen des Käuferunternehmens zu verbinden bzw. an geänderte Konsumentenbedürfnisse anzupassen, ist die Flexibilität der Maschinen und Anlagen in Bezug auf ihre Steuerung und Einsatzmöglichkeiten zu beachten.

Von besonderer Bedeutung ist oftmals die genaue Beurteilung der Werthaltigkeit der Vorräte (Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, fertige und unfertige Erzeugnisse, Handelswaren), die neben einer Prüfung von der Beschaffungs- bzw. Absatzmarktseite eine Qualitätskontrolle durch Inaugenscheinnahme vor Ort erfordert. Diese soll Überbewertungen verhindern, die entstehen, wenn Vorräte aufgrund schlechter Lagerung oder Veralterung nicht entsprechend abgewertet wurden.

6.8 Environmental Due Diligence⁴⁴⁴

Von besonderer Relevanz hinsichtlich ihrer Tragweite (Schadenshöhe und Eintrittswahrscheinlichkeit) sind Fragen umweltschutzrechtlicher Art. Problematisch ist insbesondere, dass Risiken aufgrund von Umwelt- und Altlasten im Rahmen einer Environmental Due Diligence oftmals schwer zu quantifizieren sind und die Schadenshöhe einen Wert annehmen kann, der den Wert eines betreffenden Vermögensgegenstandes oder des Unternehmens insgesamt übersteigt. Dementsprechend stellen nicht vollständig geklärte Umweltaspekte häufig Deal Breaker dar. Das Risikopotential der Umwelt Due Diligence liegt in der Vielzahl erlassener Gesetze und Rechtsverordnungen und dem damit verbundenen, sich ständig verschärfenden Umweltrecht.⁴⁴⁵ Die Prüfung der Umweltsituation nimmt ihren Ausgangspunkt in einer Bestandsaufnahme der für das

⁴⁴³ Vgl. *Weiss* (1990), S. 389f.; *Humpert* (1985), S. 35.

⁴⁴⁴ Zur Environmental Due Diligence vgl.: *Barthel* (2000), S. 52-55; *Barthel* (1999b), S. 369f.; *Berger* (1994), S. 283-328; *Betko/Reiml/Schubert* (2002), S. 427-443; *Engelhardt* (1996), S. 299-300; *Horst/Hardtke* (1999), S. 65-66; *Klotz* (1990), S. 19-23; *Koch/Wegmann* (2002), S. 81-85; *König/Zorn* (2001), S. 139-152; *König/Fink* (2000), S. 220-224; *Pföhler/Hermann* (1997), S. 628-635; *Sammer* (2001), S. 77-82; *Steinmüller* (2002), 120-126; *Turiaux/Knigge* (1999), S. 913-920 und *Wieselhuber & Partner* (o.J.), S. 24-26.

⁴⁴⁵ Vgl. *Barthel* (2000), S. 53.

Unternehmen relevanten Vorschriften (Gesetze, Verordnungen), Konzern- und Branchenstandards und sonstigen Richtlinien (ISO-Normen, Kundenrichtlinien etc.).⁴⁴⁶

Risikobereiche der Umwelt Due Diligence im Einzelnen sind:

- behördliche Genehmigungen und Auflagen,
- Organisation des betrieblichen Umweltmanagements,
- ökologische Altlasten und Verdachtsflächen (auch der Nachbargrundstücke) und Höhe der voraussichtlichen Entsorgungskosten,
- verwendete und gelagerte Gefahrstoffe,
- Versicherungsdeckung für Umweltschäden, sowie
- ökologische Produktrisiken.⁴⁴⁷

Diese Risiken können einmalige oder laufende Kosten nach erfolgter Akquisition verursachen: Einmalige Kosten entstehen bspw. durch Beseitigung kontaminierten Bodens, die Nachrüstung technischer Anlagen oder die Einholung von Genehmigungen. Laufende Kosten entstehen bspw. durch die Erhöhung der Umweltstandards oder die Einstellung zusätzlichen Personals für das Umweltmanagement.

Für Zwecke der Durchführung der Umwelt Due Diligence hat sich eine weitgehende Vereinheitlichung in der Vorgehensweise dergestalt herausgebildet, den gesamten Prozess in Phasen aufzuteilen, die sich in ihrem Detaillierungsgrad, in den Informationsquellen, der Art der hinzugezogenen Experten und dem Zeitbedarf unterscheiden.⁴⁴⁸ Gegenstand einer ersten Phase ist die Identifikation von umweltsensiblen Bereichen durch die Sichtung von Dokumenten (frühere und aktuelle Nutzung von Liegenschaften und Anlagen, Korrespondenz mit Behörden), Interviews mit Mitarbeitern und eine Betriebsbesichtigung. In der zweiten Phase werden aufgrund der Informationen der ersten Phase die kritischen Bereiche näher eingegrenzt, das mögliche Ausmaß tatsächlicher Risiken eingeschätzt und konkrete Untersuchungen vereinbart. Im Rahmen der dritten Phase werden dann von hinzugezogenen Sachverständigen vor Ort physikalische, chemische und biologische Analysen (Boden-, Grundwasser-, Asbestpro-

⁴⁴⁶ Vgl. *König/Fink* (2000), S. 221.

⁴⁴⁷ Vgl. *Horst/Hardtke* (1999), S. 65 und *Bartel* (2000), S. 52.

⁴⁴⁸ Vgl. *Betko/Reim/Schubert* (2002), S. 434-436 und *König/Zorn* (2001), S. 141-142.

ben, Emissionsmessungen) durchgeführt und Gutachten erstellt.⁴⁴⁹ Diese letzte, kostenaufwendige und langwierige Phase wird regelmäßig nur dann durchgeführt, wenn die Parteien Einigkeit über die wesentlichen Vertragspunkte erzielt haben und an dem Abschluss der Transaktion interessiert sind. In jedem Falle sollte jedoch auch die dritte Phase vor der Unterzeichnung des Vertrages durchgeführt worden sein, da sich die Prämissen bei der Aufdeckung negativer Umstände bislang nicht vermuteten Ausmaßes derart ändern könnten, dass von dem Kauf abzuraten wäre.

⁴⁴⁹ Vgl. *König/Zorn* (2001), S. 142.

7 Zusammenfassung und Ausblick

Die Ausführungen in dieser Arbeit sollen abschließend zusammengefasst und um einen Ausblick auf mögliche zukünftige Entwicklungen erweitert werden.

In Kapitel 2 wurde gezeigt, dass sich der Akquisitionserfolg als Differenz aus dem realisierten Unternehmenswert nach erfolgter Integration des Unternehmens und dem gezahlten Kaufpreis ergibt. Das Akquisitionscontrolling hat den laufenden Vergleich der Plan- und Istdaten des Akquisitionsobjektes - unter Berücksichtigung der Eingliederung des Unternehmens in den Verbund des Käufers - zum Gegenstand.

Notwendige Voraussetzungen für das Zustandekommen des Unternehmenskaufs ist ein Einigungsbereich zwischen dem Grenzpreis des Käufers und demjenigen des Verkäufers. Die hierzu notwendigen Bedingungen unter Beachtung der Veräußerungsgewinnbesteuerung wurden herausgearbeitet. Ansatzpunkte für einen höheren Grenzpreis des Käufers stellen die Planung und Prognose der finanziellen Überschüsse sowie das individuelle Entscheidungsfeld des Käufers dar.

Nach der erfolgten Übernahme ist der Unternehmenswert für eine Akquisitionserfolgskontrolle periodisch zu kontrollieren und auf Ursachen für Planabweichungen zu untersuchen. Während eine Unternehmensbewertung als prozessbegleitendes Instrument damit in allen Phasen einer Unternehmensakquisition durchzuführen ist, stellt die Due Diligence eine abgegrenzte Phase innerhalb des Akquisitionsprozesses dar.

In Kapitel 3 wurde der Akquisitionsprozess unter Beachtung der wirtschaftsrechtlichen Restriktionen untersucht. Aus den allgemeinen Sorgfaltspflichten der Geschäftsleitung von Kapitalgesellschaften kann die Pflicht zur Durchführung einer Due Diligence abgeleitet werden. Dieser Pflicht stehen die restriktiven Möglichkeiten der Zulassung der Due Diligence durch die Zielgesellschaft gegenüber. Demgemäß ist die Zulassung der Due Diligence durch das Management der Zielgesellschaft möglich, verlangt jedoch, dass eine grundsätzliche Verständigung unter den Parteien über den Vollzug der Unternehmensübertragung erzielt wurde und diese in einer Absichtserklärung und/oder einem Letter of Intent schriftlich fixiert wurde. In dieser Phase des Akquisitionsprozesses ist mithin die strategische Vorteilhaftigkeit der Akquisition durch den Käufer auf

der Basis der zu diesem Zeitpunkt vorliegenden Informationen bereits bewertet worden.

Selbst nach Zulassung der Due Diligence eröffnet sich dem Käufer nicht der unbegrenzte Zugang zu Informationen der Zielgesellschaft. Barrieren bestehen bspw. aufgrund des Datenschutzrechts, das eine Offenlegung persönlicher Daten nur in abgeschwächtem Detaillierungsgrad zulässt.

In gewährleistungsrechtlicher Hinsicht sind die Aufklärungspflichten des Verkäufers und die Untersuchungspflichten des Käufers während einer Due Diligence zu würdigen. Gezeigt wurde, dass Kenntnis des Käufers von Mängeln des Unternehmens spätere Gewährleistungsansprüche bezüglich dieser Mängel ausschließt. Ebenso sind Gewährleistungen des Verkäufers ausgeschlossen, wenn der Käufer einen Mangel aufgrund grober Fahrlässigkeit nicht kannte. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob eine nicht durchgeführte Due Diligence eine grobe Fahrlässigkeit im Sinne von § 442 Abs. 1 Satz 2 BGB darstellt. Dies ist dann der Fall, wenn eine Verkehrssitte dahin gehend existiert, dass die Durchführung einer Due Diligence eine ständige und hinreichend verfestigte Übung im Vorfeld eines Unternehmenskaufs ist. Die Auffassungen des Schrifttums hierzu sind nicht einheitlich und beziehen sich insbesondere auf die bislang mangelnde Konkretisierung des genauen Inhalts der Due Diligence.

Da der Unternehmenswert - neben dem im Rahmen der Verhandlungen zu bestimmenden Kaufpreis - den Akquisitionserfolg bestimmt und bei konsequenter Planung und Durchführung auch die Due Diligence hierauf auszurichten ist, wurden als Annäherung an eine Konkretisierung des Inhalts der Due Diligence in Kapitel 4 die Methoden der Unternehmensbewertung unter dem Aspekt des Informationsbedarfs und der Risikoberücksichtigung untersucht. Dabei ist die Ertragswertmethode am ehesten geeignet, subjektive Grenzpreise aus Käufer-sicht zu ermitteln. Das individuelle Entscheidungsfeld und die Risikopräferenz können sowohl bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse als auch bei der Bemessung des Kalkulationszinssatzes berücksichtigt werden. Der Ertragswertmethode stehen die kapitalmarktorientierten DCF-Methoden gegenüber. Bei diesen werden die Risikopräferenzen der Eigentümer eines Unternehmens aus den Eigenkapitalkosten anhand von Kapitalmarktdaten ermittelt. Probleme bereitet diese Ermittlung insbesondere bei nicht börsennotierten Unternehmen,

für die Eigenkapitalkosten über Analogieschlüsse abzuleiten sind. Als weitere Methoden wurden die Ansätze strategischer Unternehmensbewertung und die vergleichende Unternehmensbewertung vorgestellt und im Hinblick auf die Ableitung des Grenzpreises aus Käufersicht untersucht.

Aufgrund der Zukunftsbezogenheit der Bewertung und des begrenzten Wissens des Käufers über das Kaufobjekt ist der Unternehmenswert mit hoher Unsicherheit behaftet. Diese Unsicherheit äußert sich zum einen in der Ungewissheit über den Eintritt der denkbaren Umweltzustände und den aus diesen resultierenden finanziellen Überschüssen. Zum anderen bestehen Informationsrisiken aufgrund des beschränkten Wissens über die Vollständigkeit der angenommenen zukünftigen Zustände.

In Kapitel 5 wurden konzeptionelle Ansätze von Grundsätzen ordnungsmäßiger Due Diligence vorgestellt, die Ex-Post-Überraschungen als Folge von Informationsrisiken und die im Bereich des Unternehmenskaufs bestehende Rechtsunsicherheit verringern sollen. Leitlinie ist hierbei der Schutz des Unternehmens und das gemeinsame Interesse der Parteien an der Leichtigkeit und Sicherheit der Übertragung von Unternehmen. Die einzelnen Grundsätze, die an diesem Gedanken auszurichten sind, dienen der Planung und Durchführung sowie der Dokumentation und Berichterstattung über die Due Diligence. Diese Grundsätze sollten von der Abgrenzung des Kaufobjektes über die Identifikation, Aufbereitung und Handhabung von Risiken eine durchgängige Berücksichtigung der Risiken bis zur Kaufpreisvereinbarung und Vertragsausarbeitung sicherstellen. In Kapitel 6 wurden schließlich die wesentlichen Inhalte der Durchführung einer Due Diligence in den einzelnen Teilbereichen dargestellt.

Das Ziel der Entwicklung der Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence bestand darin, zu einer intensiveren Auseinandersetzung innerhalb der Wissenschaft sowie zwischen Wissenschaft und Unternehmenspraxis beizutragen. Damit sollten jedoch nicht einseitig erweiterte Käuferpflichten statuiert werden, deren Nichtbeachtung zu einem Verlust der Gewährleistungsrechte führt. Dies bleibt der weiteren Etablierung der Due Diligence als Verkehrssitte sowie der Rechtsprechung vorbehalten. Ziel sollte vielmehr sein, Rechtsstreitigkeiten nach erfolgtem Kauf und die damit verbundenen Enttäuschungen auf Seiten des Verkäufers und des Käufers zu vermeiden.

Die in der Vergangenheit begangenen Fehler und hieraus resultierenden Misserfolge sollten die Geschäftsleitungen von Käuferunternehmen für die Risiken bei Unternehmensakquisitionen sensibilisiert haben. Der Verbreitungsgrad der Due Diligence in der Akquisitionspraxis und die Intensität, mit der diese durchgeführt wird, lassen hierauf schließen. In der Zukunft könnte hieraus auch eine geänderte Einschätzung der Verantwortlichkeiten der Geschäftsleitung durch die Rechtsprechung resultieren. Zugleich wird sich zeigen, inwieweit Eigentümer von Käuferunternehmen das in ihrem Auftrag handelnde Management bei einem der Gesellschaft entstandenen Schaden in Anspruch nehmen.

Literaturverzeichnis

- Adam, Dietrich (1993): Planung und Entscheidung: Modelle - Ziele - Methoden, mit Fallstudien und Lösungen, 3. Auflage, Wiesbaden: Gabler 1993.
- Adam, Dietrich u.a. (1998): Koordination betrieblicher Entscheidungen: die Fallstudie Peter Pollmann, 2. Auflage, Berlin u.a.: Springer 1998.
- Albeseder, Werner (2001): Accounting und Tax Due Diligence, in: Heidinger, Franz J; Albeseder, Werner (Hrsg.) (2001): Due Diligence - Ein Handbuch für die Praxis, Wien: Orac 2001, S. 45-69.
- Aldering, Christoph; von Hutten, Christina (2002): Due Diligence und Human Resources, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 409-426.
- Althausen, Ulrich; Tonscheidt-Göstl, Dagmar (1999): Kultur Due Diligence - Erfolgsfaktor bei Fusionen und Akquisitionen, in: Personalwirtschaft, 8/1999, S. 40-46.
- Assmann, Heinz-Dieter (1994): Das künftige deutsche Insiderrecht (II), in: Die Aktiengesellschaft, 6/1994, S. 237-258.
- Assmann, Heinz-Dieter; Cramer, Peter (1999): Verbot von Insidergeschäften, in: Assmann, Heinz-Dieter; Schneider, Uwe H. (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar, 2. Auflage, Köln: Schmidt 1999, S. 273-341.
- Auer, Kurt (1994): Unternehmensbewertung - Die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und des allgemeinen Unternehmensrisikos, in: RWZ, 8/1994, S. 234-242.
- Baetge, Jörg (1997): Akquisitionscontrolling: Wie ist der Erfolg einer Akquisition zu ermitteln?, in: Claussen, Carsten P.; Hahn, Oswald; Kraus, Willy (Hrsg.): Umbruch und Wandel, München, Wien: Oldenbourg 1997, S. 448-468.
- Baetge, Jörg; Jerschensky, Andreas (1999): Frühwarnsysteme als Instrumente eines effizienten Risikomanagement und -Controlling, in: Controlling, 4-5/1999, S. 171-176.
- Baetge, Jörg; Krause, Clemens (1994): Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung - Eine empirisch gestützte Betrachtung des Kalkulationszinses, in: BFuP, 5/1994, S. 433-456.
- Baetge, Jörg; Niemeyer, Kai; Kümmel, Jens (2001): Darstellung der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispielen, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne, Berlin: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe 2001, S. 263-360.

- Bahns, Jochen (2002): Tax Due Diligence, in: M&A, 10/2002, S. 501-506.
- Bähr, Peter (1995): Grundzüge des Bürgerlichen Rechts, 9. Auflage, München: Vahlen 1995.
- Ballwieser, Wolfgang (1981): Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, in: BFuP, 2/1981, S. 97-114.
- Ballwieser, Wolfgang (1991): Unternehmensbewertung mit Hilfe von Multiplikatoren, in: Rückle, Dieter (Hrsg.): Aktuelle Fragen der Finanzwirtschaft und der Unternehmensbesteuerung: Festschrift für Erich Loitlsberger zum 70. Geburtstag, Wien: Linde 1991, S. 47-65.
- Ballwieser, Wolfgang (1993): Methoden der Unternehmensbewertung, in: Gebhardt, Günther; Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements: Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München: Beck 1993, S. 151-176.
- Ballwieser, Wolfgang (1995): Unternehmensbewertung, in: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1995, Sp. 1867-1882.
- Bannert, Valerie u.a. (2002): Die vergessene Technologie bei Übernahmen - „Technology Due Diligence“ als vernachlässigter Aspekt der Unternehmensakquisition, in: new management, 2002, S. 34-45.
- Barthel, Carl W. (1996): Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren - Vergleichswert schlägt Ertragswert -, in: Der Betrieb, 4/1996, S. 149-163.
- Barthel, Carl W. (1999a): Unternehmenswert-Ermittlung vs. Due-Diligence-Untersuchung - Teil II, in: DStZ, 4/1999, S. 136-143.
- Barthel, Carl W. (1999b): Unternehmenswert- und Kaufpreisfundierung mittels Schwerpunktanalysen im Rahmen der Due Diligence, in: DStZ, 10/1999, S. 365-376.
- Barthel, Carl W. (2000): Due Diligence, in: Barthel, Carl W. (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung (HdUBew), Teil 2, 23. Ergänzungslieferung, Juni 2000.
- Beck, Ralf (2002): Die Commercial Due Diligence, in: M&A, 11/2002, S. 554-559.
- Becker, Joachim (1995): Das neue Wertpapierhandelsgesetz: Textausgabe mit Erläuterungen, Berlin: Schmidt 1995.
- Behringer, Stefan (1999): Unsicherheit und Unternehmensbewertung, in: DStR, 17/1999, S. 731-736.

- Beisse, Heinrich (1990): Rechtsfragen der Gewinnung von GoB, in: BFuP, 6/1990, S. 499-514.
- Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.) (2002): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002.
- Berens, Wolfgang; Delfmann, Werner (2002): Quantitative Planung, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002.
- Berens, Wolfgang; Hoffjan, Andreas; Strauch, Joachim (2002): Planung und Durchführung der Due Diligence, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 121-172.
- Berens, Wolfgang; Mertes, Martin; Strauch, Joachim (2002): Unternehmensakquisitionen, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 25-75.
- Berens, Wolfgang; Schmitting, Walter; Strauch, Joachim (2002): Funktionen, Terminierung und rechtliche Einordnung der Due Diligence, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 77-119.
- Berens, Wolfgang; Strauch, Joachim (2002a): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen - eine empirische Untersuchung, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 2002.
- Berens, Wolfgang; Strauch, Joachim (2002b): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen - eine empirische Untersuchung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 10/2002, S. 511-525.
- Berger, Wolfgang (1994): Umweltrechtliche Risiken beim Unternehmenskauf, in: Nemeč, Edith; Reichenender, Thomas (Hrsg.): Der Unternehmenskauf und seine Abwicklung in der Praxis, Wien: Service Fachverlag 1994, S. 283-318.
- Betko, Hans; Reiml, Dieter; Schubert, Peter (2002): Grundzüge der Umwelt Due Diligence, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 427-443.
- BGH (2001): Aufklärungspflichten des Verkäufers bei einem Unternehmenskauf - Urteil vom 28.11.2001 - VIII ZR 37/01, in: Betriebs-Berater, 9/2002, S. 428-430.

- Bihr, Dietrich (1998): Due Diligence: Geschäftsführungsorgane im Spannungsfeld zwischen Gesellschafts- und Gesellschafterinteressen, in: BetriebsBerater, 23/1998, S. 1198-1201.
- Binder, Peter M.; Lanz, Rudolf (1993): 'Due-diligence': Systematisches und professionelles Instrument für erfolgreichere Firmen-Akquisitionen, in: INDEX, 4-5/1993, S. 15-20.
- Böcking, Hans-Joachim (1994): Das Verbundberücksichtigungsprinzip als Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, in: Ballwieser, Wolfgang (Hrsg.): Bilanzrecht und Kapitalmarkt, FS Adolf Moxter, Düsseldorf: IDW-Verl. 1994, S. 1407-1434.
- Böcking, Hans-Joachim; Nowak, Karsten (1998): Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen - Eine Warnung vor einer „naiven“ Übertragung modelltheoretischer Erkenntnisse auf die Bewertungspraxis -, in: Der Betrieb, 14/1998, S. 685-690.
- Böcking, Hans-Joachim; Nowak, Karsten (1999): Marktorientierte Unternehmensbewertung, in: Finanz Betrieb, 8/1999, S. 169-176.
- Brauner, Hans U.; Grillo, Ulrich (2002): Due Diligence aus strategischer Sicht, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 271-291.
- Brauner, Hans U.; Lescher, Julia (2002): Due Diligence aus finanzwirtschaftlicher Sicht, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 325-361.
- Brebeck, Frank; Bredy, Jörg; Welbers, Hartwig (2002): Due Diligence aus bilanzieller und steuerlicher Sicht, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 293-324.
- Breid, Volker (1994): Erfolgspotentialrechnung im System einer finanzierungstheoretisch fundierten, strategischen Erfolgsrechnung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1994.
- Bremer, Jürgen (2000): Herausgabe von Informationen im Rahmen einer Due Diligence, in: GmbHR, 4/2000, S. 176-180.
- Bretzke, Wolf-Rüdiger (1976): Zur Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, in: zfbf, 1976, S. 153-165.

- Bretzke, Wolf-Rüdiger (1977): Die Nutzung von Prognoseverfahren und die Berücksichtigung des Risikos in der Praxis der Unternehmensbewertung, in: Goetzke, Wolfgang; Sieben, Günter (Hrsg.): Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung, Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18. und 19. November 1986 in Köln, Köln: Gebera 1977, S. 201-224.
- Bretzke, Wolf-Rüdiger (1988): Risiken in der Unternehmensbewertung, in: zfbf, 9/1988, S. 813-823.
- Bretzke, Wolf-Rüdiger (1993): Unternehmensbewertung in dynamischen Märkten, in: BFuP, 1/1993, S. 39-45.
- Brühl, Volker (2002): Strategische Due Diligence - Kritischer Erfolgsfaktor im Akquisitionsprozess, in: M&A, 6/2002, S. 312-320.
- Coenberg, Adolf Gerhard (1970): Unternehmensbewertung mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation, in: ZfB, 12/1970, S. 793-804.
- Dankl, Andreas; Müller, Michael (2002): Technical Due Diligence, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 135-144.
- Dauner-Lieb, Barbara; Thiessen, Jan (2002): Garantiebeschränkungen in Unternehmenskaufverträgen nach der Schuldrechtsreform, in: ZIP, 3/2002, S. 108-114.
- Dieckmann, Uwe; Eul, Harald; Klevenz, Brigitte (2000): Verhindert der Datenschutz Fusionen? - Fusionen aus der Sicht der betrieblichen Datenschutzbeauftragten, in: RDV, 4/2000, S. 149-152.
- Diederichs, Marc; Richter, Hermann (2001): Transparenz durch risikoadjustiertes Berichtswesen, in: bilanz & buchhaltung, 4/2001, S. 135-142.
- Dielmann, Klaus (1997): Unternehmenskauf und Human Ressourcen: Due Diligence-Prüfung, in: Personal, 9/1997, S. 470-473.
- Diller, Martin; Deutsch, Markus (1998): Arbeitnehmer-Datenschutz contra Due Diligence, in: Kommunikation und Recht, 1998, S. 16-23.
- Dinstuhl, Volkmar (2002): Discounted-Cash-Flow-Verfahren im Halbeinkünfteverfahren, in: Finanz Betrieb, 2/2002, S. 79-90.
- Dörr, Thorsten (2000): Grenzüberschreitende Unternehmensakquisitionen: Erfolg und Einflussfaktoren, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl., Gabler 2000.
- Drukarczyk, Jochen (1998): Unternehmensbewertung, 2. Auflage, München: Vahlen 1998.
- Drukarczyk, Jochen (2001): Unternehmensbewertung, 3. Auflage, München: Vahlen 2001.

- Drukarczyk, Jochen; Honold, Dirk (1998): Unternehmensbewertung und periodische Unternehmenswertänderung - Zur Leistungsfähigkeit von Entity-, APV- und Equity-Ansatz, Regensburger Diskussionsbeiträge, Universität Regensburg 1998.
- Drukarczyk, Jochen; Honold, Dirk (1999): Unternehmensbewertung, DCF-Methoden und der Wert steuerlicher Finanzierungsvorteile, in: ZBB, 6/1999, S. 333-349.
- Drukarczyk, Jochen; Richter, Frank (1996): Valuing German Companies Using the Adjusted Present Value Approach, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft, Nr. 282, Universität Regensburg 1996.
- Eggenberger, Jens (2001): Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen und Folgen einer due-diligence Prüfung, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 2001.
- Eigenstetter, Hans (1993): Die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung nach deutschem Handelsrecht - Begriff, Methoden der Gewinnung, Systematisierung und Rechtsverbindlichkeit der GoB, in: Der Schweizer Treuhänder, 1-2/1993, S. 7-12.
- Eilers, Stephan; Nowack, Regine (1998): Steuerrecht (Teil IV), in: Picot, Gerhard (Hrsg): Unternehmenskauf und Restrukturierung, 2. Auflage, München: Beck 1998, S. 623-720.
- Engelhardt, Helmut A. (1996): Environmental Due Diligence, in: WiB, 7/1996, S. 19-23.
- English, Gary (1994): Management Review: An Important Part of Due Diligence, in: The Journal of Commercial Lending, February 1994, S. 19-25.
- Ewert; Wagenhofer (2000): Interne Unternehmensrechnung, 4. Auflage, Berlin u.a.: Springer 2000.
- Fachausschuss Recht des IDW (1998): Hinweise zur rechtlichen Gestaltung von due diligence-Aufträgen, in: FN-IDW, 7/1998, S. 287-289.
- Fellner, Markus u.a. (2002): Legal Due Diligence, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 82-106.
- Ferrari, Elisabeth; Rothgängel, Friedlinde (2003): Cultural Due Diligence: Systemdiagnosen bei M&A-Projekten, in: M&A, 2/2003, S. 63-67 (Teil 1), M&A, 3/2003, S. 120-126 (Teil 2).
- Fichtelmann, Helmar (1998): § 43 GmbHG, in: Bartl, Harald u.a. (Hrsg.): Heidelberger Kommentar zum GmbH-Recht, 4. Auflage, Heidelberg: Müller 1998.

- Fichtelmann, Helmar (1998): § 51a GmbHG, in: Bartl, Harald u.a. (Hrsg.): Heidelberger Kommentar zum GmbH-Recht, 4. Auflage, Heidelberg: Müller 1998.
- Fleischer, Holger; Körber, Torsten (2001): Due diligence und Gewährleistung beim Unternehmenskauf, in: Betriebs-Berater, 17/2001, S. 841-849.
- Fleischer, Holger; Körber, Torsten (2002): Due Diligence im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 219-240.
- Förster, Guido (2001): Rechtsformwahl, Umwandlung und Unternehmenskauf nach der Unternehmenssteuerreform, in: Die Wirtschaftsprüfung, 21/2001, S. 1234-1249.
- Fritzsche, Michael (2002): Due Diligence aus rechtlicher Sicht, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 363-387.
- Füser, Karsten; Rödel, Kristian; Kang, David (2002): Identifizierung und Quantifizierung von „Operational Risk“, in: Finanz Betrieb, 9/2002, S. 495-502.
- Ganzert, Siegfried; Kramer, Lutz (1995): Due Diligence Review - eine Inhaltsbestimmung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 17/1995, S. 576-581.
- Gebhardt, Günther (1995): Marktwertorientiertes Beteiligungscontrolling im internationalen Konzern, in: Der Betrieb, 45/1995, S. 2225-2231.
- Gebhardt, Günther; Mansch, Helmut (2001): Risikomanagement und Risikocontrolling in Industrie- und Handelsunternehmen: Empfehlungen des Arbeitskreises „Finanzierungsrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., Düsseldorf, Frankfurt a.M.: Handelsblatt 2001.
- Gellert, Otto (1990): Wirtschaftsprüfung und Akquisitionsrisiken - Ausgewählte Probleme, in: BFuP, 2/1990, S. 129-139.
- Gintenreiter, Peter (2002): Allgemeiner Teil, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 9-14.
- Godefroid, Christoph (2000): Möglichkeiten und Grenzen der Due Diligence beim Unternehmenskauf - Teil 2, in: Finanzierung Leasing Factoring, 3/2000, S. 90-95.
- Gomez, Peter; Weber, Bruno (1989): Akquisitionsstrategie: Wertsteigerung durch die Übernahme von Unternehmungen, Stuttgart: Schäffer 1989.

- Gorny, Christian (2002): Unternehmensbewertung in Verhandlungsprozessen: Ansätze zur Lösung der Argumentationsfunktion, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl. 2002.
- Götze, Cornelius (1998): Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Zulassung einer Due Diligence durch AG-Vorstand?, in: Betriebs-Berater, 46/1998, S. 2326-2330.
- Götze, Cornelius (1999): Auskunftserteilung durch GmbH-Geschäftsführer im Rahmen der Due Diligence beim Beteiligungserwerb, in: ZGR, 1-2/1999, S. 202-233.
- Günther, Thomas (1997): Unternehmenswertorientiertes Controlling, München: Vahlen 1997.
- Hafner, Ralf (1988): Unternehmensbewertung bei mehrfacher Zielsetzung, in: BFuP, 6/1988, S. 485-504.
- Hansmann, Karl-Werner (1995): Prognose und Prognoseverfahren, in: BFuP, 3/1995, S. 269-286.
- Hartmann, Bernhard (1985): Angewandte Betriebsanalyse, 3. Auflage, Freiburg: Haufe 1985.
- Hartmann, Matthias (1998): Theorie und Praxis technologischer Unternehmensbeurteilung, in: ZfB, 9/1998, S. 1009-1027.
- Hayn, Marc (2000): Bewertung junger Unternehmen, 2. Auflage, Herne u.a.: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe 2000.
- Hefermehl, Wolfgang (1973): §§ 76-94 AktG, in: Geßler, Ernst u.a. (Hrsg.): Aktiengesetz: Kommentar, Band II (§§ 76-147), München: Vahlen 1973.
- Heidinger, Franz J.; Graf, Bernd U. (2001): Rechtliche Due Diligence, in: Heidinger, Franz J; Albeseder, Werner (Hrsg.) (2001): Due Diligence - Ein Handbuch für die Praxis, Wien: Orac 2001, S. 27-44.
- Heidinger, Franz J; Albeseder, Werner (Hrsg.) (2001): Due Diligence - Ein Handbuch für die Praxis, Wien: Orac 2001.
- Helbling, Carl (2001): Due-Diligence-Review, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne, Berlin: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe 2001, S. 157-165.
- Helbling, Carl (2002): 25 Grundsätze für die Unternehmensbewertung - Die wichtigsten unbestrittenen Grundsätze aus der Praxis der Unternehmensbewertung, in: Der Schweizer Treuhänder, 9/2002, S. 735-744.
- Helder GmbH; Hees Rechtsanwälte (1999): Der Due Diligence-Report, Hamburg 1999.

- Henselmann, Klaus (1999): Unternehmensrechnungen und Unternehmenswert: Ein situativer Ansatz, Aachen: Shaker 1999.
- Henselmann, Klaus (2000): Der Restwert in der Unternehmensbewertung - eine Kleinigkeit?, in: Finanz Betrieb, 3/2000, S. 151-157.
- Henselmann, Klaus (2001): Das KonTraG und seine Anforderungen an das Risikomanagement, in: Götze, Uwe; Henselmann, Klaus; Mikus, Barbara (Hrsg.): Risikomanagement, Heidelberg: Physica 2001, S. 29-46.
- Hering, Thomas (1999): Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl., Gabler 1999.
- Herzig, Norbert; Förster, Guido (1999): Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002: Die Änderung von § 17 und § 34 EStG mit ihren Folgen, in: Der Betrieb, 14/1999, S. 711-718.
- Hoffjan, Andreas; Eltze, Christoph (1998): Beteiligungscontrolling im merger & acquisition-Prozeß, in: Zeitschrift für Planung, 9/1998, S. 145-160.
- Hölscher, Luise (1998): Käuferbezogene Unternehmensbewertung, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 1998.
- Hölters, Wolfgang (2002): Der Unternehmens- und Beteiligungskauf - Bedeutung, Grundlagen und Abwicklung, in: Hölters, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 5. Auflage, Köln: Schmidt, S. 1-69.
- Holzapfel, Hans-Joachim; Pöllath, Reinhard (2000): Recht und Praxis des Unternehmenskaufs: rechtliche und steuerliche Aspekte, 9. Auflage, Köln: RWS-Verl. 2000.
- Holzapfel, Hans-Joachim; Pöllath, Reinhard (2000): Unternehmenskauf in recht und Praxis: rechtliche und steuerliche Aspekte, 9. Auflage, Köln: RWS-Verl. 2000.
- Homm, Florian (2000): Innovative Kennzahlen für die Analyse von Aktien in Zukunftsmärkten, in: Korn, Hartmut G. (Hrsg.): Hightech goes Public: Zukunftstechnologien im Fokus von Wirtschaft und Börse, Wiesbaden: Gabler 2000, S. 155-166.
- Hommelhoff, Peter (1975): Die Sachmängelhaftung beim Unternehmenskauf, Köln: Heymanns 1975.
- Hornung, Karlheinz; Reichmann, Thomas; Diederichs, Marc (1999): Risikomanagement, Teil I: Konzeptionelle Ansätze zur pragmatischen Realisierung gesetzlicher Anforderungen, in: Controlling, 7/1999, S. 317-325.
- Horst, Peter; Hardtke, Arnd (1999): Umwelt-Due-Diligence bei Unternehmens- und Grundstückstransaktionen, in: M&A, 2/1999, S. 65-66.

- Hötzel, Oliver (1997): Unternehmenskauf und Steuern, 2. Auflage, Düsseldorf: IDW-Verl. 1997.
- Hötzel, Oliver; Beckmann, Klaus (2000): Einfluss der Unternehmenssteuerreform 2001 auf die Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 15/2000, S. 696-701.
- Humpert, Franz W. (1985): Unternehmensakquisition - Erfahrungen beim Kauf von Unternehmen, in: DBW, 1/1985, S. 30-41.
- IDW (1983): Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 15-16/1983, S. 468-480.
- IDW (2000a): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: Die Wirtschaftsprüfung, 17/2000, S. 825-842.
- IDW (2000b): IDW Prüfungsstandard: Arbeitspapiere des Abschlussprüfers (IDW PS 460), in: Die Wirtschaftsprüfung, 18/2000, S. 916-918.
- Jaensch, Günter (1966): Wert und Preis der ganzen Unternehmung, Köln, Opladen: Westdeutscher Verlag 1966.
- Jakubowicz, Viktor (2000): Wertorientierte Unternehmensführung: ökonomische Grundlagen - Planungsansatz - Bewertungsmethodik, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl., Gabler 2000.
- Jaletzke, Matthias (1999): Legal Due Diligence - Unternehmen auf dem Weg zum anwaltlichen Testat?, in: Kübler, Friedrich (Hrsg.): The International Lawyer. Freundesgabe für Wulf H. Döser, Baden-Baden: Nomos 1999, S. 199-223.
- Janschek, Otto (1989): Unternehmensbewertung und Risiko, in: Seicht, Gerhard (Hrsg.): Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 1989, Wien: Orac 1989, S. 97-126.
- Jungblut, Eric (2003): Due Diligence - Die wichtigsten Instrumente und Werkzeuge für die Analyse mittelständischer Unternehmen, Freiburg u.a.: Haufe 2003.
- Kecker, Dieter (2001): Die steuerliche Due Diligence, in: Scott, Cornelia (Hrsg.): Due Diligence in der Praxis, Wiesbaden: Gabler 2001, S. 91-109.
- Keller, Günther (2002): Risikomanagement bei Unternehmensakquisitionen: Konzeptionelle Grundlagen und Elemente eines Instrumentariums zur Identifikation, Evaluation und Steuerung von Akquisitionsrisiken, München: VVF 2002.
- Kiethe, Kurt (1999): Vorstandshaftung aufgrund fehlerhafter Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: NZG, 20/1999, S. 976-983.

- Killat, Gerhard (1998): Bewertung und Preisfindung bei Neuemissionen, in: Volk, Gerrit (Hrsg.), Going public: Der Gang an die Börse, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1998, S. 233-246.
- Kittner, Michael (1997): „Human Resources“ in der Unternehmensbewertung, in: Der Betrieb, 46/1997, S. 2285-2290.
- Klees, Thomas (1998): Beherrschung der Unternehmensrisiken: Aufgaben und Prozesse eines Risikomanagements, in: DStR, 3/1998, S. 93-96.
- Klein, Klaus-Günter; Jonas, Martin (2002): Due Diligence und Unternehmensbewertung, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 173-192.
- Klein-Blenkers, Friedrich (1997): Rechtsprechungsbericht: Unternehmenskauf, in: WiB, 1/1997, S. 16-21.
- Klein-Blenkers, Friedrich (1999): Rechtsprechungsbericht: Unternehmenskauf, in: NZG, 5/1999, S. 185-191.
- Klein-Blenkers, Friedrich (2000): Rechtsprechungsbericht: Unternehmenskauf, in: NZG, 19/2000, S. 964-971.
- Klein-Blenkers, Friedrich (2001): Rechtsprechungsbericht: Unternehmenskauf (Steuern), in: NZG, 24/2001, S. 1105-1113.
- Klotz, Paul W. (1990): Conducting a Due Diligence Environmental Site Audit, in: Site Selection, November/December 1990, S. 19-23.
- Knöfler, Kathrin (2001): Rechtliche Auswirkungen der Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 2001.
- Knüsel, Daniel (1994): Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung, Winterthur: Schellenberg 1994.
- Koch, Wolfgang; Wegmann, Jürgen (2002): Praktiker-Handbuch Due Diligence: Analyse mittelständischer Unternehmen, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002.
- Ködel, Wilhelm (1997): Risikoorientierte Abschlussprüfung: Integration in das Risiko-Management von Prüfungsunternehmen, Wiesbaden: Gabler 1997.
- Kolb, Uwe; Görtz, Birthe (1997): Der Financial Due Diligence-Report, in: M&A, 7-8/1997, S. 311-316.
- König, Thomas; Fink, Peter (2000): Zusatznutzen durch erweiterte Umwelt-Due-Diligence - über die Altlastenproblematik hinaus, in: M&A, 6/2000, S. 220-224.

- König, Thomas; Zorn, Niels (2001): Umwelt-Due-Diligence bei Unternehmenstransaktionen, in: Scott, Cornelia (Hrsg.): Due Diligence in der Praxis, Wiesbaden: Gabler 2001, S. 139-152.
- Koppensteiner, Hans Georg (2002): § 43 GmbHG, in: Schmidt-Leithoff, Christian (Hrsg.): Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG) - Kommentar, 4. Auflage, München: Vahlen 2002.
- Koppensteiner, Hans Georg (2002): § 51a GmbHG, in: Schmidt-Leithoff, Christian (Hrsg.): Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG) - Kommentar, 4. Auflage, München: Vahlen 2002.
- Korth, H.-Michael (1992): Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen betriebswirtschaftlicher Unternehmenswertermittlung, Marktpreisabgeltung und Rechtsprechung - Eine Bestandsaufnahme für die Praxis, in: Betriebs-Berater, Beilage 19, 33/1992.
- Krämer, Lutz; Baudisch, Matthias (1998): Neues zur Börsenprospekthaftung und zu den Sorgfaltsanforderungen beim Unternehmenskauf - Zugleich eine Anmerkung zum Urteil des LG Frankfurt a.M. vom 7. Oktober 1997 (WM 1998, 1181) -, in: Wertpapier-Mitteilungen, 23/1998, S. 1161-1174.
- Kranebitter, Gottwald (Hrsg.) (2002): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002.
- Kromschröder, Bernhard; Lück, Wolfgang (1998): Grundsätze risikoorientierter Unternehmensüberwachung, in: Der Betrieb, 32/1998, S. 1573-1576.
- Kroschel, Jörg; Wellisch, Dietmar (1998): Besteuerung außerordentlicher Einkünfte nach dem Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002, in: Betriebs-Berater, 50/1998, S. 2550-2553.
- Krüger, Dirk (1998): Steuerliche Fallstricke bei der Due Diligence-Prüfung, in: IDW (Hrsg.): Weltweite Rechnungslegung und Prüfung: Bericht über die Fachtagung 1997, Düsseldorf: IDW-Verl. 1998, S. 401-425.
- Krüger, Dirk (1998): Steuerliche Fallstricke bei der Due Diligence-Prüfung, in: IDW (Hrsg.): Weltweite Rechnungslegung und Prüfung: Bericht über die IDW-Fachtagung 1997, IDW-Verl. 1998, S. 401-425.
- Krüger, Dirk; Kalbfleisch, Eberhard (1999): Due Diligence bei Kauf und Verkauf von Unternehmen, in: DStR, 4/1999, S. 174-180.
- Kruschwitz, Lutz; Löffler, Andreas (1999): Sichere und unsichere Steuervorteile bei der Unternehmensbewertung I - Kritische Anmerkungen (nicht nur) zum WP-Handbuch 1998 -, Arbeitspapier 2. April 1999, Freie Universität Berlin 1999.
- Kucher, Andreas B. (2000): Conglomerate Valuation, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 2000.

- Kucher, Andreas B. (2000): Conglomerate Valuation: eine Untersuchung von DCF-, EVA-, CVA-, CFROI-Methoden und Multiples in verschiedenen Branchen, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 2000.
- Künemann, Martin (1985): Objektivierete Unternehmensbewertung, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 1985.
- Kürsten, Wolfgang (2002): „Unternehmensbewertung unter Unsicherheit“, oder: Theoriedefizit einer künstlichen Diskussion über Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlagsmethode, in: zbf, 3/2002, S. 128-144.
- Lamla, Michael (1997): Grundsätze ordnungsmäßiger Umwandlungsprüfung, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl. 1997.
- Lang, Friedrich (2002): Financial Due Diligence, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 49-64.
- Leffson, Ulrich (1987): Die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, 7. Auflage, Düsseldorf: IDW-Verlag 1987.
- Leoprechting, Gunter von (2000): Bewertung von Unternehmensstrategien - Commercial Due Diligences im Rahmen von Unternehmenstransaktionen und Beteiligungen, in: Betrieb und Wirtschaft, 18/2000, S. 786-792.
- Leuner, Rolf (1998): Ertragsschwache und ertragsstarke Unternehmen in der Unternehmensbewertung, München: VVF 1998.
- Linker, Anja Celina; Zinger, Georg (2002): Rechte und Pflichten der Organe einer Aktiengesellschaft bei der Weitergabe vertraulicher Unternehmensinformationen, in: NZG, 11/2002, S. 497-502.
- Lischke, Torsten; Kirner, Hanno (2000): Einführung und Organisation eines Risikomanagementsystems, in: controller magazin, 1/2000, S. 44-49.
- Löffler, Christoph (2002): Tax Due Diligence beim Unternehmenskauf - Analyse und Berücksichtigung steuerlicher Risiken und Chancen, Düsseldorf: IDW-Verl. 2002.
- Löhnert, Peter G.; Böckmann, Ulrich J. (2001): Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne, Berlin: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe 2001, S. 401-426.
- Lutter, Marcus (1997): Due diligence des Erwerbers beim Kauf einer Beteiligung, in: ZIP, 15/1997, S. 613-620.
- Mag, Wolfgang (1981): Risiko und Ungewißheit, in: Albers, Willi (Hrsg.): Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft (HdWW), Band 6, Stuttgart, New York: Fischer, Tübingen: Mohr, Göttingen, Zürich: Vandenhoeck und Ruprecht 1981, S. 478-495.

- Mandl, Gerwald; Rabel, Klaus (1997): Unternehmensbewertung: eine praxisorientierte Einführung, Wien: Ueberreuter 1997.
- Mandl, Gerwald; Rabel, Klaus (2001): Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne, Berlin: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe 2001, S. 47-85.
- Marten, Kai-Uwe; Köhler, Annette G. (1999): Due Diligence in Deutschland - Eine empirische Untersuchung -, in: Finanz Betrieb, 11/1999, S. 337-348.
- Marten, Kai-Uwe; Quick, Reiner; Ruhnke, Klaus (2001): Wirtschaftsprüfung: Grundlagen des betriebswirtschaftlichen Prüfungswesens nach nationalen und internationalen Normen, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2001.
- Marx, Franz Jürgen; Löffler, Christoph (2000): Die Berücksichtigung von Risiken und Chancen im Rahmen der Tax Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: StuB, 7/2000, S. 333-340.
- Mayerhofer, Helene (2002): Personal als Deal-Breaker? - Aufgaben des Personalmanagements im M&A-Prozess - Due-Diligence-Review für Human Ressourcen, in: zfo, 2/2002, S. 68-74.
- Meichelbeck, Andrea (1997): Unternehmensbewertung im Konzern: Rahmenbedingungen und Konzeption einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Unternehmensbewertung, München: VVF 1997.
- Merkt, Hanno (1995): Due Diligence und Gewährleistung beim Unternehmenskauf, in: Betriebs-Berater, 21/1995, S. 1041-1048.
- Mertens, Kai (1997): Die Information des Erwerbers einer wesentlichen Unternehmensbeteiligung an einer Aktiengesellschaft durch deren Vorstand, in: Die Aktiengesellschaft, 12/1997, S. 541-547.
- Meyer-Landrut, Joachim (1987): § 43 GmbHG, in: Meyer-Landrut, Joachim (Hrsg.): GmbHG einschließlich Rechnungslegung: Kommentar, Berlin, New York: de Gruyter 1987.
- Moosmayer, Oliver (2000): Aufklärungspflichten beim Unternehmenskauf, Hamburg: Mauke 2000.
- Moxter, Adolf (1970): Optimaler Verschuldungsumfang und Modigliani-Miller-Theorem, in: Forster, Karl-Heinz; Schuhmacher, Peter (Hrsg.): Aktuelle Fragen der Unternehmensfinanzierung und Unternehmensbewertung, Kurt Schmaltz zum 70. Geburtstag, Stuttgart: Poeschel, S. 128-155.
- Moxter, Adolf (1976): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung - Bedeutung und Quellen, in: Betriebs-Berater, 22/1976, S. 989-991.

- Moxter, Adolf (1977): Podiumsdiskussion, in: Goetzke, Wolfgang; Sieben, Günter (Hrsg.): Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung, Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18. und 19. November 1986 in Köln, Köln: Gebera 1977, S. 257-295.
- Moxter, Adolf (1980): Die Bedeutung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, in: zfbf, 1980, S. 454-459.
- Moxter, Adolf (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden: Gabler 1983.
- Mülbert, Peter O. (1997): Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, in: ZGR, 1/1997, S. 129-172.
- Müller, Klaus J. (2000): Gestattung der Due Diligence durch den Vorstand der Aktiengesellschaft, in: NJW, 47/2000, S. 3452-3456.
- Münstermann, Hans (1966): Wert und Bewertung der Unternehmung, Wiesbaden: Gabler 1966.
- Neumann, Horst (2000): Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung (I), in : Betrieb und Wirtschaft, 7/2000, S. 257-264.
- Niehues, Karl (1993): Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen, in: Betriebs-Berater, 32/1993, S. 2241-2250.
- Nieland, Markus (2001): Financial Due Diligence bei Unternehmenstransaktionen, in: Scott, Cornelia (Hrsg.): Due Diligence in der Praxis, Wiesbaden: Gabler 2001, S. 54-90.
- o.V. (2002): Zahlte Telekom überhöhten Preis für Voicestream? Schwere Anschuldigungen gegen den Vorstand, in: Der Spiegel, 34/2002, S. 79.
- Oberleitner, Susanne E.: Kulturelle Due Diligence, in: Heidinger, Franz J; Albeseder, Werner (Hrsg.) (2001): Due Diligence - Ein Handbuch für die Praxis, Wien: Orac 2001, S. 83-95.
- Ottersbach, Dieter; Kolbe, Christoph (1990): Integrationsrisiken bei Unternehmensakquisitionen, in: BFuP, 2/1990, S. 140-150.
- Pack, Heinrich (2000): Due Diligence, in: Picot, Gerhard (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2000, S. 221-253.
- Palandt, Otto; Putzo, Hans (2000): Bürgerliches Gesetzbuch, 59. Auflage, München: Beck 2000.
- Paul, Joachim (1997): Operatives Beteiligungscontrolling in multinationalen Unternehmen, in: controller magazin, 4/1997, S. 234-239.
- Peemöller, Volker H. (2001): Grundsätze der Unternehmensbewertung - Anmerkungen zum Standard IDW S 1, in: DStR, 33/2001, S. 1401-1408.

- Peemöller, Volker H.; Keller, Bernd; Rödl, Michael (1996): Verfahren strategischer Unternehmensbewertung, in: DStR, 2/1996, S. 74-79.
- Peemöller, Volker H.; Kunowski, Stefan (2001): Ertragswertverfahren nach IDW, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne, Berlin: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe 2001, S. 199-261.
- Peemöller, Volker H.; Kunowski, Stefan; Hillers, Jens (1999): Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für internationale Mergers & Acquisitions bei Anwendung des Discounted Cash Flow-Verfahrens (Entity-Ansatz) - eine empirische Erhebung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 16/1999, S. 621-630.
- Pellens, Bernhard; Rockholtz, Carsten; Stienemann, Markus (1997): Marktwertorientiertes Konzerncontrolling in Deutschland - Eine empirische Untersuchung, in: Der Betrieb, 39/1997, S. 1933-1939.
- Pföhler, Martin; Hermann, Markus (1997): Grundsätze zur Durchführung von Umwelt-Due-Diligence, in: Die Wirtschaftsprüfung, 18/1997, S. 628-635.
- Picot, Gerhard (1998): Vertragsrecht, in: Picot, Gerhard (Hrsg.): Unternehmenskauf und Restrukturierung, 2. Auflage, München: Beck 1998, S. 1-117.
- Picot, Gerhard (2000a): Gestaltung von Mergers & Acquisitions, in: BFuP, 4/2000, S. 345-357.
- Picot, Gerhard (2000b): Die Aktie als Akquisitionswährung, in: M&A, 7-8/2000, S. 265-270.
- Picot, Gerhard (2001): Überblick über die Kontrollmechanismen im Unternehmen nach KonTraG, in: Lange, Knut Werner; Wall, Friederike (Hrsg.): Risikomanagement nach dem KonTraG: Aufgaben und Chancen aus betriebswirtschaftlicher und juristischer Sicht, München: Vahlen 2001, S. 5-37.
- Picot, Gerhard (2002a): Due Diligence und privatrechtliches Haftungssystem, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 241-267.
- Picot, Gerhard (2002b): Legal Due Diligence, in: M&A, 8-9/2002, S. 426-432.
- Pluskat, Sorika (2001): Akquisitionsmodelle beim Erwerb einer Kapitalgesellschaft nach der Unternehmenssteuerreform, in: Der Betrieb, 42/2001, S. 2216-2222.
- Pollanz, Manfred (1997): Due Diligence als künftiges Instrument einer risikoorientierten Abschlußprüfung?, in: Betriebs-Berater, 26/1997, S. 1351-1356.

- Pöllath, Reinhard (2000): Grundsätze ordnungsmäßigen Unternehmenskaufs - Ein Versuch, Konventionen aufzuschreiben, in: Westermann, Harm Peter; Mock, Klaus (Hrsg.): Festschrift für Gerold Bezzenberger zum 70. Geburtstag am 13. März 2000, Berlin, New York: de Gruyter 2000, S. 549-560.
- Pooten, Holger (1999): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung: Ermittlung und Inhalt aus Käufersicht, Büren: Fachbibliothek-Verl. 1999.
- Porter, Michael E. (1999): Wettbewerbsvorteile: Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 5. Auflage, Frankfurt a.M., New York: Campus 1999.
- Preschern, Georg; Wintersberger, Karlheinz (2002): Commercial Due Diligence, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 106-119.
- Pribilla, Peter (2000): Personelle und kulturelle Integration, in: Picot, Gerhard (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2000, S. 377-419.
- Quack, Karlheinz (1982): Der Unternehmenskauf und seine Probleme, in: ZGR, 3/1982, S. 350-365.
- Rankine, Denzil (1999): Commercial Due Diligence. A guide to reducing risk in acquisitions, London: Pearson 1999.
- Reißner, Stefan (1992): Synergiemanagement und Akquisitionserfolg, Wiesbaden: Gabler 1992.
- Richter, Frank (1999): Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, 2. Auflage, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 1999.
- Rockholtz, Carsten (2002): Due Diligence-Konzeption zum synergieorientierten Akquisitionsmanagement, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 193-215.
- Rödl, Michael (2002): Strategische Unternehmensbewertung im Rahmen des Akquisitionsprozesses, München: VVF 2002.
- Ruhnke, Klaus (1991): Unternehmensbewertung: Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen, in: Der Betrieb, 37/1991, S. 1889-1894.
- Sammer, Hermann (2001): Ökologische Due Diligence, in: Heidinger, Franz J; Albeseder, Werner (Hrsg.) (2001): Due Diligence - Ein Handbuch für die Praxis, Wien: Orac 2001, S. 77-82.
- Scherm, Ewald (1992): Die Szenario-Technik - Grundlage effektiver strategischer Planung, in: WISU, 2/1992, S. 95-97.

- Schildbach, Thomas (1998): Ist die Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung durch die Discounted Cash-flow-Verfahren überholt?, in: Matschke, Manfred J.; Schildbach, Thomas (Hrsg.): Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1998, S. 301-322.
- Schilling, Wolf Ulrich (1997): Shareholder Value und Aktiengesetz, in: Betriebs-Berater, 8/1997, S. 373-381.
- Schilling, Wolfgang (1973): § 93 AktG, in: Barz, Carl Hans u.a. (Hrsg.): Großkommentar Aktiengesetz, Erster Band - 2. Halbband (§§ 76-147), Berlin, New York: de Gruyter 1973.
- Schimmelpfeng, Katja (2001): Risikomanagement in Industrieunternehmen, in: Götze, Uwe; Henselmann, Klaus; Mikus, Barbara (Hrsg.): Risikomanagement, Heidelberg: Physica 2001, S. 277-297.
- Schmeisser, Wilhelm; Clermont, Alois (1999): Due Diligence-Prüfung im Personalcontrolling, in: Personalwirtschaft, 6/1999, S. 50-55.
- Schmidbauer, Rainer (1998): Konzeption eines unternehmenswertorientierten Beteiligungs-Controlling im Konzern, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 1998.
- Schmidt, Andreas (1989): Beteiligungscontrolling - Wie man seine Tochtergesellschaften organisatorisch in den Griff bekommt, in: Controlling, 5/1989, S. 270-275.
- Schmidt, Johannes G. (1995): Die Discounted Cash-flow-Methode - nur eine kleine Abwandlung der Ertragswertmethode?, in: zfbf, 12/1995, S. 1088-1117.
- Schmitting, Walter; Siemes, Andreas (2003): Konzeption eines Risikomanagementmodells - Begriffsrahmen und IT-Umsetzung, Arbeitspapier Nr. 6-1 des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Oktober 2003.
- Schmitz, Christian (2002): Due Diligence beim Unternehmenskauf: Eine Betrachtung ihrer sekundärrechtlichen Auswirkungen nach deutschem Recht sowie ihrer bürgerrechtlichen Bezugspunkte, Göttingen: Cuvillier 2002.
- Schneider, Dieter (2001): Risk Management als betriebswirtschaftliches Entscheidungsproblem?, in: Lange, Knut Werner; Wall, Friederike (Hrsg.): Risikomanagement nach dem KonTraG: Aufgaben und Chancen aus betriebswirtschaftlicher und juristischer Sicht, München: Vahlen 2001, S. 181-206.
- Schneider, Uwe H. (1993): § 43 GmbHG, in: Scholz, Franz (Hrsg.): Kommentar zum GmbH-Gesetz mit Nebengesetzen, Band 1 (§§ 1-44), 8. Aufl., Köln: Schmidt 1993.

- Schroeder, Ulrich (1997): Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten?, in: Der Betrieb, 43/1997, S. 2161-2166.
- Schultze, Wolfgang (2001): Methoden der Unternehmensbewertung: Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven, Düsseldorf: IDW-Verl. 2001.
- Schwetzler, Bernhard (1998a): Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungssperrevorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 16/1998, S. 695-705.
- Schwetzler, Bernhard (1998b): Unternehmensbewertung unter Unsicherheit - Sicherheitsäquivalents- oder Risikozuschlagsmethode?, HHL-Arbeitspapier Nr. 21, Handelshochschule Leipzig, 1998.
- Schwetzler, Bernhard; Darijtschuk, Niklas (1999): Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode - eine Anmerkung zum "Zirkularitätsproblem", in: ZfB, 3/1999, S. 295-317.
- Scott, Cornelia (2001a): Due Diligence in der Praxis - Risiken minimieren bei Unternehmenstransaktionen, Wiesbaden: Gabler 2001.
- Scott, Cornelia (2001b): Organisatorische Aspekte der Due Diligence, in: Scott, Cornelia (Hrsg.): Due Diligence in der Praxis, Wiesbaden: Gabler 2001, S. 13-28.
- Scott, Cornelia (2001c): Die kulturelle Due Diligence, insbesondere im Hinblick auf internationale Unternehmensakquisitionen, in: Scott, Cornelia (Hrsg.): Due Diligence in der Praxis, Wiesbaden: Gabler 2001, S. 167-184.
- Sebastian, Karl-Heinz; Niederdrenk, Ralph; Tesch, Andreas (2002): Market Due Diligence (MDD) - Die Sorgfältigkeitsprüfung aus der Sicht des Marktes, in: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2002, S. 389-408.
- Sebastian, Karl-Heinz; Niederdrenk, Ralph; Tesch, Andreas (2002): Market Due Diligence: Bewertung von Unternehmen aus Sicht des Marktes, in: M&A, 5/1998, S. 207-211.
- Seppelfricke, Peter (1999): Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung, in: Finanz Betrieb, 10/1999, S. 300-307.
- Serfling, Klaus; Pape, Ulrich (1996): Strategische Unternehmensbewertung und Discounted Cash Flow-Methode, in: WISU, 1/1996, S. 57-64.
- Sieben, Günter (1995): Unternehmensbewertung: Discounted Cash Flow-Verfahren und Ertragswertverfahren - Zwei völlig unterschiedliche Ansätze?, in: Lanfermann, Josef (Hrsg.): Internationale Wirtschaftsprüfung, Festschrift Havermann, Düsseldorf: IDW-Verlag 1995, S. 713-737.

- Sieben, Günter; Diedrich, Ralf (1990): Aspekte der Wertfindung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen, in: zfbf, 9/1990, S. 794-808.
- Siegel, Theodor (1991): Das Risikoprofil als Alternative zur Berücksichtigung der Unsicherheit in der Unternehmensbewertung, in: Rückle, Dieter (Hrsg.): Aktuelle Fragen der Finanzwirtschaft und der Unternehmensbesteuerung: Festschrift für Erich Loitlsberger zum 70. Geburtstag, Wien: Linde 1991, S. 619-638.
- Siegel, Theodor (1994a): Der steuerliche Einfluß von stillen Reserven und Firmenwert auf die Unternehmensbewertung und auf die Bemessung von Abfindungen, in: Ballwieser, Wolfgang (Hrsg.): Bilanzrecht und Kapitalmarkt, FS Adolf Moxter, Düsseldorf: IDW-Verl. 1994, S. 1483-1502.
- Siegel, Theodor (1994b): Unternehmensbewertung, Unsicherheit und Komplexitätsreduktion, in: BFuP, 5/1994, S. 457-476.
- Siepe, Günter (1986): Das allgemeine Unternehmerrisiko bei der Unternehmensbewertung (Ertragswertermittlung) - Ein Vergleich zwischen der Ergebnis-Abschlagsmethode und der Zins-Zuschlagsmethode -, in: Der Betrieb, 14/1986, S. 705-708.
- Siepe, Günter (1998): Kapitalisierungszinssatz und Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 7/1998, S. 325-338.
- Siepe, Günter (2002): Die Unternehmensbewertung, in: IDW (Hrsg.): Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2002, Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung, Band II, 12. Auflage, Düsseldorf: IDW-Verl. 2002, S. 1-149.
- Soergel, Hans Th.; Huber, Ulrich (1991): Bürgerliches Gesetzbuch, Band 3. Schuldrecht II, 12. Auflage, Stuttgart, Berlin, Köln: Kohlhammer 1991.
- Spill, Joachim (1999): Due Diligence - Praxishinweise zur Planung, Durchführung und Berichterstattung, in: DStR, 43/1999, S. 1786-1792.
- Staudinger, Julius von; Honsell, Heinrich (1995): J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Buch 2. Recht der Schuldverhältnisse, 13. Bearbeitung, Berlin: de Gruyter 1995.
- Steiner, Manfred; Bruns, Christoph (2000): Wertpapiermanagement, 7. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2000.
- Steinmüller, Horst (2002): Environmental Due Diligence, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 120-126.
- Steinöcker, Reinhard (1993): Akquisitionscontrolling: strategische Planung von Firmenübernahmen; Konzeption - Transaktion - Integration, Berlin u.a.: Walhalla 1993.

- Steins, Clemens Tobias; Marth, Sabine (2002): Datenschutz bei Merger und Akquisitionen, in: M&A, 2/2002, S. 67-72.
- Stibi, Eva-Marie (1995): Prüfungsrisikomodell und risikoorientierte Abschlußprüfung, Düsseldorf: IDW-Verl. 1995.
- Stiller, Dirk (2002): Unternehmenskauf im Wege des Asset-Deal, in: BetriebsBerater, 51-52/2002, S. 2619-2625.
- Stoffels, Markus (2001): Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer „Due Diligence“, in: ZHR, 2001, S. 362-382.
- Strasser, Brigitte (2000): Informationsasymmetrien bei Unternehmensakquisitionen, Frankfurt a.M. u.a.: Lang 2000.
- Strauch, Joachim (2002): Der Einfluß der Ertragsteuern des Anteilseigners auf den Ertragswert bei Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 - Uniform wachsende Ausschüttungen und Analyse realer Ausschüttungsstrukturen in Verschmelzungsberichten, Arbeitspapier Nr. 3-1 des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Juli 2002.
- Strauch, Joachim; Döriges, Claudia E. (1999): Veräußerungsgewinnbesteuerung in der Unternehmensbewertung - Die Auswirkungen des StEntlG 1999/2000/2002, Arbeitspapier Nr. 1-1 des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, November 1999.
- Strauch, Joachim; Wilke, Andrea (2003): Der subjektive und typisierte Steuersatz des Anteilseigners in der DCF-Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung der geplanten Zinsabgeltungssteuer nach dem RefE-ZinsAbG, Arbeitspapier Nr. 5-1 des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, April 2003.
- Suckut, Stefan (1992): Unternehmensbewertung für internationale Akquisitionen, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl. 1992.
- Theisen, Manuel R. (1987): Die Überwachung der Unternehmensführung: betriebswirtschaftl. Ansätze zur Entwicklung erster Grundsätze ordnungsmäßiger Überwachung, Stuttgart: Poeschel 1987.
- Tichy, Geiserich E. (1993): Ertragswert und Risiko - Die Unzulänglichkeit des Risikozuschlags im Kapitalisierungszinsfuß für die Ertragswertermittlung von privatwirtschaftlichen Unternehmungen, in: Seicht, Gerhard (Hrsg.): Gläubigerschutz, Betriebswirtschaftslehre und Recht, Festschrift für Otmar Koren, Wien: Linde 1993, S. 141-159.

- Torggler, Hellwig; Hofmann, Alexander (1993): Absicherung gegen Leistungsstörungen - Gestaltungsmöglichkeiten, in: Bertl, Romuald u.a. (Hrsg.): Kauf und Verkauf von Unternehmungen, Wien: Orac 1993, S. 65-89.
- Treeck, Joachim (1998): Die Offenbarung von Unternehmensgeheimnissen durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer Due Diligence, in: Großfeld, Bernhard u.a. (Hrsg.): Festschrift für Wolfgang Fikentscher, Tübingen: Mohr Siebeck 1998, S. 434-455.
- Turiaux, André; Knigge, Dagmar (1999): Umweltrisiken bei M&A-Transaktionen - Risikominimierung durch Environmental Due Diligence Auditing, in: Betriebs-Berater, 18/1999, S. 913-920.
- Uelner, Adalbert; Hörger, Helmut: (1994): Besteuerung der gewerblichen Einkünfte einschließlich der Personengesellschaften, in: IDW (Hrsg.): WP-Handbuch der Unternehmensbesteuerung, 2. Auflage, Düsseldorf: IDW-Verl. 1994, S. 335-551.
- Unger, Christine u.a. (2002): Tax Due Diligence, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 65-82.
- Unterköfler, Herbert (2002): Human Resources Due Diligence, in: Kranebitter, Gottwald (Hrsg.): Due diligence: Risikoanalyse im Zuge von Unternehmenstransaktionen, München: Moderne Industrie 2002, S. 127-134.
- Valcárcel, Sylvia (1992): Ermittlung und Beurteilung des „strategischen Zuschlags“ als Brücke zwischen Unternehmenswert und Marktpreis, in: Der Betrieb, 12/1992, S. 589-595.
- Vincenti, Aurelio J. F. (2002): Wirkungen asymmetrischer Informationsverteilung auf die Unternehmensbewertung, in: BfuP, 1/2002, S. 55-68.
- Vogt, Gabriele (2001): Die Due Diligence - ein zentrales Element bei der Durchführung von Mergers & Acquisitions, in: DStR, 47/2001, S. 2027-2034.
- Wächter, Hartmut (1990): Personalwirtschaftliche Voraussetzungen und Folgen von Unternehmenszusammenschlüssen, in: BFuP, 2/1990, S. 114-128.
- Wagner, Franz W. (1972): Der Einfluß der Einkommensteuer auf die Entscheidung über den Verkauf einer Unternehmung, in: Der Betrieb, 35/1972, S. 1637-1642.
- Wagner, Franz W.; Rümmele, Peter (1995): Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung: Zum Einfluß von Steuerrechtsänderungen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 13/1995, S. 433-441.

- Wagner, Wolfgang; Russ, Wolfgang (2002): Due Diligence Untersuchungen, in: IDW (Hrsg.): Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2002, Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung, Band II, 12. Auflage, Düsseldorf: IDW-Verl. 2002, S. 997-1113.
- Wallmeier, Martin (1999): Kapitalkosten und Finanzierungsprämissen, in: ZfB, 12/1999, S. 1473-1490.
- Weber, J.; Weißenberger, B. E.; Liekweg, A. (1999): Risk Tracking and Reporting - Unternehmerisches Chancen- und Risikomanagement nach dem KonTraG, Vallendar 1999.
- Weber, Martin; Schiereck, Dirk (1993): Marktbezogene Bestimmung der Kapitalkosten, in: Gebhardt, Günther; Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements: Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München: Beck 1993, S. 131-150.
- Wegen, Gerhard (1994): Due Diligence-Checkliste für den Erwerb einer deutschen Gesellschaft, in: WiB, 8/1994, S. 291-296.
- Wegmann, Jürgen; Koch, Wolfgang (2000): Due Diligence - Unternehmensanalyse durch externe Gutachter, in: DStR, 24/2000, S. 1027-1032.
- Weidinger, Robert; Mündemann, Tobias (1999): Cultural Due Diligence - ein Beitrag zur Bewertung von Unternehmenskulturen bei Mergers & Acquisitions, in: M&A, 10/1999, S. 427-432.
- Weismüller, Albert (1997): Akquisitionscontrolling bei Mannesmann, in: zfbf, 10/1997, S. 892-911.
- Weiss, Heinz-Jürgen (1990): Die Informationsbeschaffung beim Unternehmenskauf (Kaufvoruntersuchung), in: Siegwart, Hans u.a. (Hrsg.): Meilensteine im Management, Bd. 1: Mergers & Acquisitions, Basel, Frankfurt a.M.: Helbing & Lichtenhahn; Stuttgart: Schäffer 1990, S. 377-392.
- Werder, Axel von (1996): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensführung (GoF) - Zusammenhang, Grundlagen und Systemstruktur von Führungsgrundsätzen für die Unternehmensleitung (GoU), Überwachung (GoÜ) und Abschlußprüfung (GoA), in: Werder, Axel von (Hrsg.): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensführung (GoF) für die Unternehmensleitung (GoU), Überwachung (GoÜ) und Abschlußprüfung (GoA), Düsseldorf, Frankfurt a.M.: Handelsblatt 1996, S. 1-26.
- Werder, Axel von (1998): Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, in: ZGR, 1/1998, S. 69-91.
- Werner, Rüdiger (2000): Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence, in: ZIP, 23/2000, S. 989-996.

- Wieselhuber & Partner GmbH (Hrsg.) (o.J.): Due Diligence. Unternehmensakquisitionen professionell und erfolgreich managen, München o.J.
- Wißmann, Markus (1999): Due Diligence durch Wirtschaftsprüfer beim Unternehmenskauf, in: WPK-Mitt., 3/1999, S. 143-153.
- Wolf, Klaus; Runzheimer, Bodo (2003): Risikomanagement und KonTraG - Konzeption und Implementierung, 4. Auflage, Wiesbaden: Gabler 2003.
- Wolf, Manfred; Kaiser, Jochen (2002): Die Mängelhaftung beim Unternehmenskauf nach neuem Recht, in: Der Betrieb, 8/2002, S. 411-420.
- Wucknitz, Uwe D. (2002): HR Due Diligence: Die Analyse personeller Wert- und Risikofaktoren bei der Unternehmensbewertung, in: Information Management & Consulting, 1/2002, S. 36-43.
- Wullenkord, Axel (2000): New economy valuation: moderne Bewertungsverfahren für Hightech-Unternehmen, in: Finanz Betrieb, 7-8/2000, S. 522-527.
- Zapf, Bernhard (1977): Podiumsdiskussion, in: Goetzke, Wolfgang; Sieben, Günter (Hrsg.): Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung, Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18. und 19. November 1986 in Köln, Köln: Gebera 1977, S. 257-295.
- Ziegler, Ole (2000): „Due Diligence“ im Spannungsfeld zur Geheimhaltungspflicht von Geschäftsführern und Gesellschaftern, in: DStR, 6/2000, S. 249-255.
- Ziemons, Hildegard (1999): Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, in: Die Aktiengesellschaft, 11/1999, S. 492-500.
- Zimmer, Daniel (1997): Der Anwendungsbereich des Sachmängel-Gewährleistungsrechts beim Unternehmenskauf - Plädoyer für eine Neubestimmung, in: NJW, 36/1997, S. 2345-2351.
- Zimmer, Daniel; Sonneborn, Andrea Maria (2001): § 91 Abs. 2 AktG - Anforderungen und gesetzgeberische Absichten, in: Lange, Knut Werner; Wall, Friederike (Hrsg.): Risikomanagement nach dem KonTraG: Aufgaben und Chancen aus betriebswirtschaftlicher und juristischer Sicht, München: Vahlen 2001, S. 38-59.
- Zitzelsberger, Stephan (2000): Ertragsüberschussrechnung vs. Discounted Cash Flow-Rechnung - Eine vergleichende Betrachtung der Unternehmensbewertungsverfahren, Diss., Otto-Friedrich-Universität Bamberg, 2000.
- Zöllner, Wolfgang (2000): § 43 GmbHG, in: Baumbach, Adolf; Hueck, Alfred (Begr.): GmbH-Gesetz: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Beck'sche Kurz-Kommentare, Bd. 20, 17. Auflage, München: Beck 2000.

Zöllner, Wolfgang (2000): § 51a GmbHG, in: Baumbach, Adolf; Hueck, Alfred (Begr.): GmbH-Gesetz: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Beck'sche Kurz-Kommentare, Bd. 20, 17. Auflage, München: Beck 2000.

