

Zusammenkommen ist ein Beginn,  
Zusammenbleiben ist ein Fortschritt,  
Zusammenarbeiten ist Erfolg.

Henry Ford

US-amerikanischer Automobil-Industrieller

## 1 Einleitung

### 1.1 Zielsetzung

Unternehmenszusammenschlüsse verändern Organisationen, Branchen und lokale wie globale Märkte. Sie üben eine ungeheuerliche Faszination, sowohl auf Praktiker als auch auf Theoretiker aus, weil es um alles geht, was wirklich interessant ist: **Geld, Macht, Einfluss** - und überall dort ist auch das **Risiko** nicht fern.

Die Due Diligence versucht hier anzusetzen und eine sorgfältige Analyse und Bewertung eines Objekts im Hinblick auf eine Transaktion durchzuführen mit dem Ziel, die Risiken frühzeitig zu erkennen.

Empirische Erforschungen belegen, dass auch in Deutschland der Verbreitungsgrad der Due Diligence bei Mergers & Acquisitions zugenommen hat. Dies gründet vor allem auf der Globalisierungsentwicklung, denn immer mehr Unternehmen sind auf der Suche nach neuen Märkten und Kunden. Dass die Due Diligence in den letzten Jahren eine immer bedeutendere Rolle im kontinentaleuropäischen M&A-Geschäft spielt, liegt daran, dass zu einem nicht unerheblichen Teil anglo-amerikanische Kaufinteressenten auf den kontinentaleuropäischen und damit auch auf den deutschen Beteiligungsmarkt drängen und dabei ihre eigenen Rechtsvorstellungen über den Ablauf eines Unternehmenskaufes mitbringen.<sup>1</sup>

Diese zunehmende Zahl der Unternehmensakquisitionen lässt die Frage nach den Bestimmungsgründen für den Erfolg oder Fehlschlag dieser Transaktionen laut werden.

Die Due Diligence versucht nun eine fundierte Verhandlungsbasis bereitzustellen, auf der spätere Vertragsmodalitäten und insbesondere die Kaufpreisfindung basieren können. Durch das Aufdecken der Schwachstellen und Risiken einer Transaktion kann der Informationsstand des Käufers erhöht werden, um so der zukünftigen Entscheidung eine größere Sicherheit zu geben.

---

<sup>1</sup> Vgl. Krömker, Michael (2002), S. 4.

Ziel dieser Arbeit ist die Vorstellung der Due Diligence sowie deren Ablauf,<sup>2</sup> um so die Möglichkeiten und Chancen der Due Diligence Prüfung aufzuzeigen, aber auch um hervorzuheben, in welchen Bereichen die Risiken und Grenzen liegen, die die Verhandlungen zum Scheitern bringen können. Des Weiteren wird auf die immer noch stark unterschätzten Integrationsprobleme in der Post-Merger-Integrationsphase eingegangen.

Die besondere Berücksichtigung liegt dabei auf den Hauptbestandteilen der Post-Merger Phase, nämlich den Kulturunterschieden, den Kommunikationsasymmetrien sowie dem Managementwechsel, welche in die aktuelle M&A Literatur immer noch zu wenig Eingang gefunden haben.

Es gilt aufzuzeigen, ob und wie sich diese Soft-facts bei einer Fusion oder Übernahme von Unternehmen auswirken und beeinflussen lassen.

Denn die fehlgeschlagenen Unternehmenstransaktionen haben nicht nur viel Geld gekostet, die Mitarbeiter verunsichert und die innerbetrieblichen Strukturen zerrüttet, sondern auch eine - geradezu ungeheuerliche - negative Multiplikatorwirkung nach außen projiziert.

---

<sup>2</sup> Hier wird exemplarisch für die einzelnen Teilbereiche der Due Diligence, die Financial Due Diligence näher betrachtet.

## **1.2 Aufbau und Struktur der Diplomarbeit**

Im zweiten Kapitel werden als Basis für die weitere Arbeit die Bestandteile von Mergers & Acquisitions behandelt, wobei auch auf die Leitgedanken des Managements bei der Akquisition eines Unternehmens eingegangen wird. Darauf aufbauend werden die verschiedenen Arten und Erwerbswege bei Unternehmensakquisitionen kurz vorgestellt. Das Kapitel 2 schließt mit den Grenzen bei Unternehmensakquisitionen.

Im Anschluss daran werden die Voraussetzungen der Due Diligence betrachtet, das Due Diligence-Team kurz vorgestellt und die verschiedenen Arten der Due Diligence aufgelistet. Anschließend wird auf die Gründe der Durchführung einer Due Diligence Prüfung eingegangen und die Prüfung anhand ihrer Bestandteile erläutert.

Im folgenden Abschnitt werden die Informationsquellen, die Instrumente sowie die Prüfungsgebiete der Due Diligence ebenso wie die Dokumentation und Berichterstattung im Prüfungsverlauf dargestellt.

Nun wird ein Bestandteil einer Due Diligence Prüfung vorgestellt und näher untersucht - die Financial Due Diligence. Nach einer kurzen Einführung in das Thema erfolgt eine detaillierte Analyse der Vermögens- Finanz- und Ertragslage.

Das Kapitel schließt ab mit einem Fazit und einem Ausblick auf die zukünftige Entwicklung der Due Diligence.

Das Kapitel der Post-Merger-Integrationsphase versucht die Antworten auf die Fragen der Problemstellung zu liefern. Dabei wird zuerst auf die verschiedenen Fusionsstrategien eingegangen, danach werden die möglichen Arten der Unternehmensdiversifikation vorgestellt.

Anschließend wird erläutert, warum so viele Unternehmenszusammenschlüsse aufgrund der Unterschiedlichkeit ihrer Kulturen scheitern und es immer wieder zu Kommunikationsasymmetrien kommt.

Abschließend wird die Frage, ob ein Managementwechsel einen maßgeblichen Einfluss auf einen Akquisitionserfolg hat, erörtert.

In der Schlussbetrachtung wird ein Ausblick auf die zukünftige Entwicklung gewagt.

## 2 Mergers & Acquisition

### 2.1 Begriff

Mergers and Acquisitions<sup>3</sup> ist ein angelsächsischer Ausdruck, der in der Wirtschaftspresse und in Bankenkreisen zum Modebegriff eines dynamischen Boomgeschäfts wurde. Er bedeutet „Fusionen und Übernahmen von Unternehmen bzw. Unternehmensteilbereichen oder Tochtergesellschaften.“<sup>4</sup>

Merger, wenn im wirtschaftlichen Rahmen gebraucht, trägt die Bedeutung *Verschmelzung, Vereinigung und Zusammenschluss*.<sup>5</sup>

Acquisition ist gleichbedeutend für *Erwerbung bzw. Erwerb und Errungenschaft*.<sup>6</sup>

Somit geht es bei Mergers & Acquisitions um die Beherrschung und die Kontrolle von Unternehmen durch deren Übernehmer.

### 2.2 Leitgedanken bei Unternehmensakquisitionen

Akquisitionen dienen meist der Wertsteigerung und der Unternehmenssicherung. Motive und Gründe für den Erwerb eines Unternehmens oder eines Anteils davon sind häufig erst nach der erfolgten Akquisition erkennbar. Dies ist eine der besonderen Problematiken, warum Akquisitionen oder Kooperationen von Unternehmen oftmals nicht den erhofften Erfolg bringen.<sup>7</sup>

Welche Argumente sprechen nun aber für die Durchführung einer Unternehmensakquisition?

---

<sup>3</sup> Mergers and Acquisitions wird mit M&A abgekürzt.

<sup>4</sup> Behrens, Rolf/Merkel, Reiner (1990), S. 13.

<sup>5</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 53. Das Aktiengesetz spricht im Rahmen von Mergers and Acquisitions dagegen von *verbundenen Unternehmen* § 15 AktG., *in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen und mit der Mehrheit beteiligten Unternehmen* § 16 AktG., *abhängigen und herrschenden Unternehmen* § 17 AktG., *Konzern und Konzernunternehmen* § 18 AktG., sowie *wechselseitig beteiligten Unternehmen* § 19 AktG. Für die Vereinigung von Unternehmen verwendet das Aktiengesetz den Begriff *Verschmelzung* § 339ff. AktG.

<sup>6</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 53.

<sup>7</sup> Vgl. Steinöcker, Reinhard (1998), S. 41.

- Stärkung der Marktposition
- Kerngeschäftsfokussierung
- Zugang zu neueren, besseren Technologien
- Zügige Internationalisierung
- Erweiterung bzw. Abrundung der Produktpalette
- Marktzugang
- Zeitgewinn gegenüber Aktivitäten der Konkurrenz
- Synergieeffekte in vielen Funktionalbereichen.<sup>8</sup>

Häufig ist der entscheidende Grund für den Erwerb eines Unternehmens, eben das hohe Synergiepotential des Zielobjektes. Deshalb wird ein als zu hoch angesehener Kaufpreis in der Regel mit der synergetischen Bedeutung der Akquisition gerechtfertigt.<sup>9</sup>

**Synergie** stammt von dem griechischen Wort *syn* = zusammen und *ergon* = Werk ab und bedeutet daher übersetzt **zusammenwirken**.

Bei der Wertsteigerung durch die Erzielung von Synergien geht es um „die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit auf Geschäftsbereichebene durch die Gestaltung der Beziehungen unter den Tochtergesellschaften.“<sup>10</sup>

Bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen können aufgrund **subjektiver Gesichtspunkte** bei der Bewertung von Unternehmen Unterschiede entstehen. So können doch beispielsweise verschiedene Interessenten mit dem identischen Akquisitionsobjekt höchst unterschiedliche Strategien verfolgen, die wiederum – bei Realisation des angestrebten Unternehmensprofils – langfristig unterschiedliche Erfolgskonsequenzen verursachen.

Während ein inländisches Unternehmen ein Akquisitionsobjekt etwa zum Ausbau des eigenen Marktanteils zur Verwirklichung der Wettbewerbsstrategie der *Kostenführerschaft* erwerben will, könnte ein ausländisches Unternehmen über die Akquisition desselben Objektes bei gleichzeitiger Ausschaltung des entscheidenden Konkurrenten den Eintritt in den inländischen Markt vorbereiten wollen.

Das Prinzip der Subjektivität ist bei der Entscheidungswertermittlung im Rahmen strategisch motivierter Unternehmensakquisitionen dem entsprechend weiter auszulegen. Eine solche erweiterte Auslegung des Prinzips der Subjektivität verlangt,

---

<sup>8</sup> Vgl. Steinöcker, Reinhard (1998), S. 43.

<sup>9</sup> Vgl. Steinöcker, Reinhard (1998), S. 43.

<sup>10</sup> Berens, Wolfgang/Brauner, Hans (1999), S. 46.

den Beitrag des Akquisitionobjektes zur Realisierung des angestrebten Unternehmensprofils bzw. deren erfolgsmäßige Konsequenzen zu berücksichtigen. Bei unterschiedlichen Vorstellungen über das zu verwirklichende Erfolgsmuster kann dieser Beitrag – auch wenn letztendlich die gleichen Ziele verfolgt werden – je nach Kaufinteressent differieren.

In der Praxis werden daher marktwertsteigernde und nichtmarktwertsteigernde Motive angetroffen. Innerhalb dieser Einheiten werden verschiedenen Strategien bzw. Möglichkeiten der Akquisition unterschieden. Zuerst werden nun mögliche marktwertsteigernden Strategien erläutert.

Beim **Portfoliomanagement** werden gesunde, attraktive Unternehmen auf Konzernebene mit dem Ziel gekauft, den Ertrag zu steigern und das Risiko sowie die Kapitalkosten zu reduzieren. Charakteristisch für das Portfoliomanagement ist die Autonomie der einzelnen Geschäftseinheiten. Ebenfalls ist es möglich auf vielen verschiedenen Märkten mit unterschiedlichen Produkten tätig zu sein, um so mögliche strukturelle, konjunkturelle und saisonale Schwankungen zu kompensieren. Kritisch zu betrachten ist beim Portfoliomanagement, dass mit wachsender Anzahl unterschiedlicher Geschäftsbereiche der Konzernleitung die branchenspezifischen Kenntnisse und Erfahrungen fehlen. Dies kann im worst case zum Kontrollverlust über die Tochtergesellschaften führen.<sup>11</sup>

Eine andere, weitere Strategie ist die der **Restrukturierung** des Unternehmens. Diese Strategie zielt auf die Restrukturierung und Sanierung durch die Entdeckung von bisher nicht entwickelten Potentialen der neu erworbenen Tochtergesellschaft ab.<sup>12</sup>

Eine bedeutende Rolle nimmt dabei die Konzernleitung ein. Im Rahmen der Restrukturierung werden als erstes Geschäftsabläufe optimiert und „operative Verbesserungen auf der Kosten- und der Erlösseite durch Prozessoptimierungen oder neue Technologien angestrebt.“<sup>13</sup>

Nach Abschluss der Restrukturierung muss der Konzern auch weiterhin versuchen den Wert des Unternehmens zu steigern. Eine stringente Umorientierung im F & E – Bereich<sup>14</sup> bietet sich ebenso an, wie der profitable Verkauf der Tochtergesellschaft um sich anschließend wieder auf seine Kernkompetenzen zu konzentrieren.

Die nichtmarktwertsteigernden Motive beinhalten meist das Streben nach Wachstum, Größe, Ansehen und Macht. Die Faszination dieser psychisch-sozialen Motive ist oftmals nur schwer zu begründen.

---

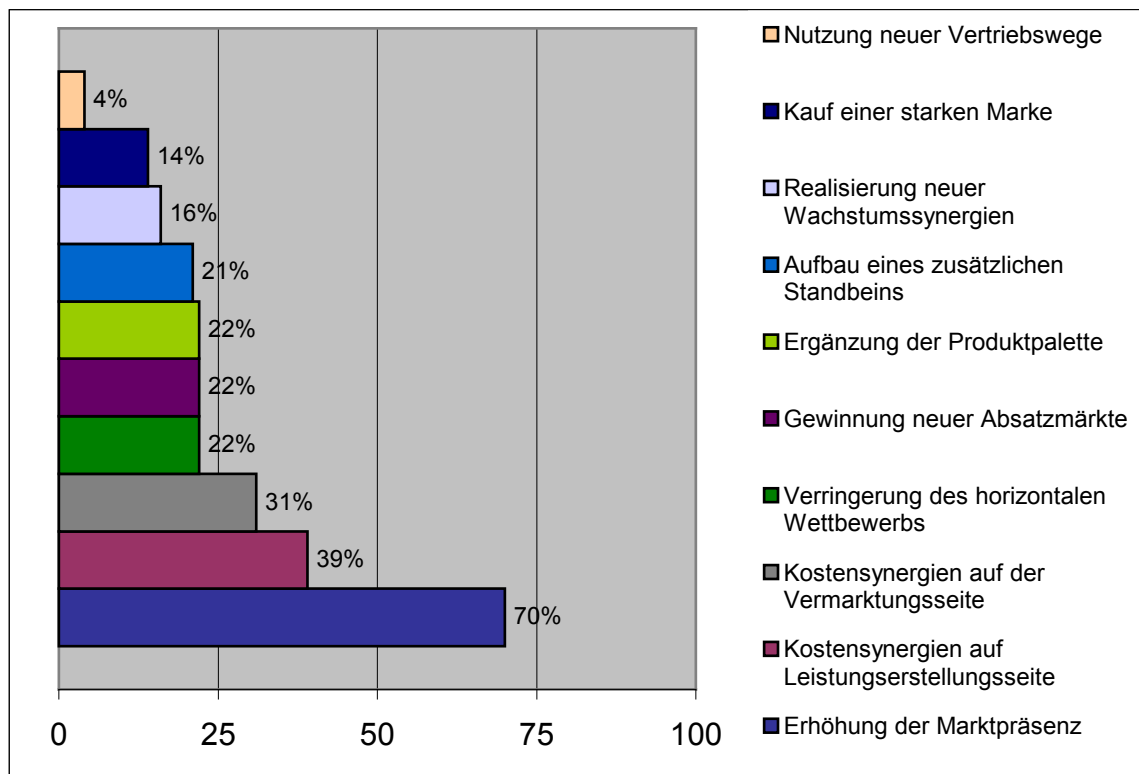
<sup>11</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans (1999), S. 43.

<sup>12</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans (1999), S. 44.

<sup>13</sup> Berens, Wolfgang/Brauner, Hans (1999), S. 45.

<sup>14</sup> F & E steht für Forschung & Entwicklung.

Die folgende Abbildung gibt Auskunft über die maßgeblichen Ziele der befragten Unternehmer für ihre Fusionsentscheidung.



**Abb. 1: Zielformulierungen bei Unternehmenszusammenschlüssen**

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: Jansen, Stephan A. (2004), S. 197

Die Diskussion der unterschiedlichen Leitgedanken und Motive für eine Unternehmensakquisition hat verdeutlicht, dass diese einen wesentlichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Due Diligence haben. Nach der Schilderung der Bestimmungsgründe für einen Unternehmenskauf werden im folgenden Abschnitt die verschiedenen Arten der Unternehmensakquisition vorgestellt.

### 2.3 Arten der Unternehmensakquisition

Bei der Strukturierung des Unternehmenskaufs resp. -verkaufs wird national und international zwischen einem Share Deal (Anteilskauf) und einem Asset Deal (Kauf der Sachen und Rechte des Unternehmens) unterschieden.



### 2.3.1 Share Deal

Hierbei handelt es sich um eine Veräußerung des Unternehmens im Sinne von Übertragungen der Beteiligungsrechte. Die genaue zivil- und schuldrechtliche Ausgestaltung des Anteilskaufes ist abhängig von der Gesellschaftsform und dem Umfang des Erwerbs.<sup>15</sup>

Diese Variante der Gestaltung kommt immer dann in Betracht, wenn der Träger des Unternehmens eine Gesellschaft ist. Kaufgegenstand im Sinne des Zivilrechts sind dann die Geschäftsanteile einer GmbH, die Aktien einer AG bzw. die Beteiligungen an einer Personengesellschaft.<sup>16</sup> Damit gilt der Share Deal zunächst als Rechtskauf im Sinne des § 453 Abs. 1 BGB, auf den jedoch die Schuldrechtsreform vom 1.1.2002 und die Vorschriften über den Kauf von Sachen entsprechende Anwendung finden.<sup>17</sup>

Ziele des Erwerbers im Rahmen der steuerlichen Gestaltung des Unternehmenskaufs sind überwiegend die Überführung des Kaufpreises in zukünftiges Abschreibungsvolumen sowie die Nutzung ggf. bestehender Verlustvträge.<sup>18</sup>

### 2.3.2 Asset Deal

In der Regel handelt es sich um den Kauf des Unternehmens als gesamte Einheit. Sofern eine Gesellschaft Rechtsträger des Unternehmens ist, kommt der Asset Deal als Alternative zum Share Deal in Betracht. Das betreffende Unternehmen wird von seinem bisherigen Eigentümer getrennt und der Erwerber ist direkt und unmittelbar der neue Rechtsträger des Unternehmens.<sup>19</sup> Soll das Unternehmen als gesamte Einheit verkauft werden, ist eine Auseinandersetzung mit dem Unternehmensbegriff für Zwecke des Unternehmenskaufs notwendig. Mangels einer gesetzlichen Legaldefinition kann das Unternehmen „als Gesamtheit von Menschen sowie von materiellen und immateriellen Rechtsgütern und Geschäftswerten verstanden werden, die in einer Organisation zusammengefasst und einem einheitlichen wirtschaftlichen Zweck dienstbar gemacht sind.“<sup>20</sup>

<sup>15</sup> Vgl. [www.4Managers.de](http://www.4Managers.de).

<sup>16</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 27.

<sup>17</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 27. Damit ist die bislang von der Rechtsprechung vorgenommene Umqualifizierung des Anteilserwerbs in einen Unternehmenskauf und der dadurch ermöglichte Durchgriff des Sachmängelrechts auf das durch die Anteile repräsentierte Unternehmen nunmehr gesetzlich geregelt.

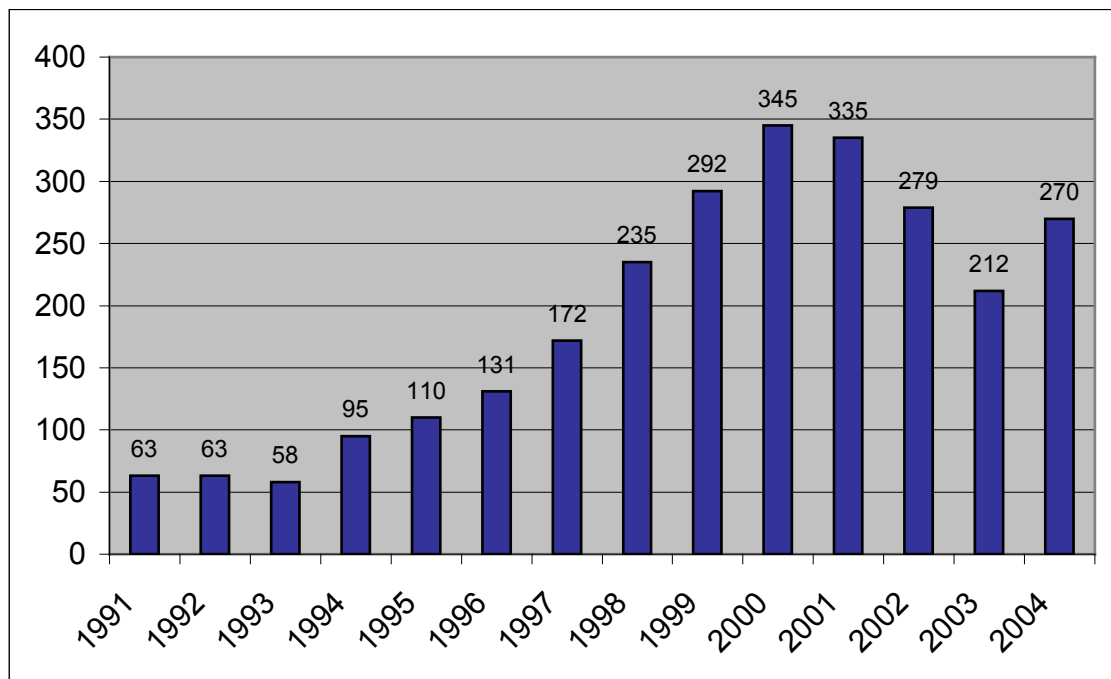
<sup>18</sup> Vgl. Herzig, Norbert (2004), S. 134.

<sup>19</sup> Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 30.

<sup>20</sup> Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 30. Diese Definition hat eine wesentliche Konsequenz für die Sicherung des im Kaufvertrag zu regelnden

## 2.4 Die Erwerbswege bei Unternehmensakquisitionen

Bei Mergers & Acquisitions ist eine Trendwende klar erkennbar. Die Schwächephase der internationalen Börsen und die weltweite Stagnation wichtiger Volkswirtschaften zeichnen sich verantwortlich für den gravierenden Abschwung des bis zum Jahr 2000 boomenden Transaktionsgeschäftes. Die neuesten Zahlen belegen eine deutliche Trendwende und den Beginn einer weiteren M&A-Welle im zyklischen Verlauf der nationalen und internationalen Mergers & Acquisitions. Die Abbildung 2 veranschaulicht diesen Trend.



**Abb. 2:** Anzahl der Transaktionen in der Zeit von 1991 bis 2004

Quelle: European Merger Control<sup>21</sup>

Welche Erwerbswege bieten sich nun aber den potentiellen Käufern von Unternehmen?

Unternehmen können durch Exklusivverhandlungen, Auktionsverfahren, Kauf von Anteilen über die Börse oder öffentliche Übernahmeangebote erworben werden. Die oben aufgeführten Erwerbswege werden nun kurz vorgestellt.

---

Übergangs des Know-hows, das an die im Unternehmen tätigen Personen geknüpft ist. Vielfach stellen gerade Managementfähigkeiten und sonstige personelle Beziehungen Wertfaktoren dar, die den Unternehmenswert mitbestimmen und deren Erhalt bei einem Eigentumswechsel sichergestellt werden muss.

<sup>21</sup> [www.europa.eu.int/competition/mergers/cases](http://www.europa.eu.int/competition/mergers/cases).

### **Exklusivverhandlungen**

Der Erwerbsweg der Exklusivverhandlungen ist von der Rechtsform des Unternehmens unabhängig zu betrachten. Es steht dem Käufer bzw. dem Verkäufer frei, die Initiative zu ergreifen.

Das heißt, der Anstoß zu einem Wechsel der Inhaberschaft kann sowohl von den bisherigen Besitzern, als auch von den potentiellen Käufern ausgehen. Hierbei ist es möglich, dass beide Parteien sich durch einen **Beauftragten** (Makler, Wirtschaftsprüfer, Banken usw.) vertreten lassen.<sup>22</sup>

Durch diese Beauftragten ist es möglich, Anonymität und Diskretion zu bewahren, aber auch Unterstützung von sachverständiger und qualifizierter Seite zu erhalten.

Der Vorteil einer Exklusivverhandlung, die impliziert, dass der Verkäufer nur einen Interessenten als potentiellen Käufer betrachtet, ist die schnelle Abwicklung der Transaktion und die geringe Verbreitung von vertraulichen Fakten und Informationen.<sup>23</sup>

Der Nachteil den dieser Erwerbsweg in sich bürgt, ist der enorme Vertrauensverlust bei den Mitarbeitern, da diese nicht rechtzeitig über den bevorstehenden Inhaberwechsel informiert werden.

### **Auktionsverfahren**

Bei diesem Verfahren beabsichtigt der Verkäufer, anders als bei der Exklusivverhandlung, möglichst viele Kaufinteressenten zu erreichen. Den Interessenten werden die Informationen für die erste Runde des Bietungsverfahrens zur Verfügung gestellt. Nun wird der Käufer aufgefordert ein vorläufiges und unverbindliches Angebot abzugeben und gegebenenfalls einen ersten Entwurf eines Transaktionsvertrages einzureichen. Nach der Abgabe dieser unverbindlichen Angebote (First Unbinding Offers) durch die potentiellen Käufer schließt sich das dann abschließende Bietungsverfahren (Final Binding) an.<sup>24</sup>

### **Kauf von Anteilen über die Börse**

Dieser Weg der Unternehmensakquisition wird seltener beschritten als etwa die bereits vorgestellten. Beispielhaft ist, dass bei dem Kauf eines größeren Aktienvolumens der Aktienkurs steigt, sich somit die Kosten der Akquisition erheblich erhöhen und so den Kauf im Extremfall unmöglich machen.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 34.

<sup>23</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 34.

<sup>24</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch, Band II, Abschnitt O (2002), S. 1003.

<sup>25</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 36. Paradoxerweise entspricht es der menschlichen Natur, dass in den Augen der Interessenten, der Wert einer Sache schon bloss

## Öffentliche Übernahmeangebote

Mit öffentlichen Übernahmeangeboten werden Aktien einer Gesellschaft systematisch aufgekauft. Dabei beabsichtigt der Erwerber, die Kontrolle über die Gesellschaft durch die öffentliche und direkte Ansprache der bisherigen Anteilseigner zu erlangen.<sup>26</sup>

Beachtenswert ist, dass in dem am 01. Januar 2002 in Kraft getretenen Wertpapierhandels- und Übernahmegesetz (WpHG) vorgeschrieben ist, dass mit Erreichen der **Kontrollmehrheit**<sup>27</sup> ein Angebot an alle weiteren Aktionäre zu richten ist. Dabei muss der Preis pro Aktie mindestens dem gewichteten Mittelwert der vorangegangenen 30 Handelstage entsprechen. Die öffentliche Übernahme wird in die abgestimmte Übernahme (friendly takeover) und die unabgestimmte Übernahme (unfriendly bzw. hostile takeover) unterteilt.

In einem **freundlichen Übernahmeangebot** unterbreitet der Erwerber den Aktionären des Zielunternehmens eine Offerte, ihre Aktien zu einem bestimmten Preis zu kaufen bzw. gegen definierte Wertpapiere umzutauschen. Die Aktionäre werden allerdings von der Offerte nur Gebrauch machen, falls der angebotene Gegenwert eine Prämie über dem gegenwärtigen Marktwert umfasst.<sup>28</sup>

Hin und wieder ist von einem sogenannten **Weißem Ritter** die Rede. Hinter diesem Begriff versteckt sich - wenn schon eine Übernahme nicht zu verhindern ist und am Ende alle Abwehrstrategien des Managements nicht fruchten – der Wunschkandidat, der das Zielunternehmen übernehmen soll. Selbstverständlich ist dem Management eines Targets ein friendly takeover wesentlich genehmer als ein hostile takeover, welches bekanntlich das Aus für einige Managerkarrieren bedeuten kann.

In der Takeover-Literatur gibt es ein geradezu klassisches Beispiel eines friendly Takeover durch einen White Knight<sup>29</sup> (Weißem Ritter), das ich hier zur Veranschaulichung, kurz vorstellen möchte.

Im Oktober 1981 versuchte der Mineralölkonzern **Mobil Oil** für 5,1 Mrd. US-Dollar den damaligen Konkurrenten **Marathon Oil** zu übernehmen. Dem Vorstand war diese Offerte im *Sinne der Aktionäre* viel zu niedrig, zog vor Gericht und erreichte eine befristete einstweilige Verfügung, die den Bestrebungen der Mobil Oil vorerst einen Riegel vorschob. Die Marathon Manager machten sich nun fieberhaft auf die Suche

---

dadurch steigt, dass sich mehrere darum bemühen.

<sup>26</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 38.

<sup>27</sup> Unter einer Kontrollmehrheit versteht das WpHG eine Beteiligung von mehr als 30%.

<sup>28</sup> Vgl. Watter, Rolf (1990), S. 293.

<sup>29</sup> Retter, welcher von der Zielgesellschaft zur Unternehmensübernahme aufgefordert wird, damit sie dem Raider entgehen kann.

nach ihrem Weißen Ritter. Diesen fanden sie in der U.S. Steel (heute USX Corp.). Das Übernahme-Angebot rechnete sich auf 6,4 Mrd. US-Dollar. Des weiteren würde das Marathon Management nach der Übernahme weiter im Amt bleiben...

Nach Bekannt werden dieser Offerte zog Mobil Oil vor Gericht, weil unerlaubte Absprachen zwischen dem Target und dem Weißen Ritter vermutet wurden. Beide konterten ihrerseits gerichtlich, dass sich alle getroffenen Absprachen innerhalb der gesetzlichen Regelungen bewegt hätten und erhielten Recht. Der Raider<sup>30</sup> Mobil Oil gab seinen Angriff auf. Der Zusammenschluss der Marathon Oil mit seinem Weißen Ritter erfolgte zwischen Januar und März 1982.<sup>31</sup>

Von einer **unabgestimmten Übernahme** spricht man, wenn sich die Unternehmensleitung dem Übernahmeangebot aktiv widersetzt oder sich passiv verhält. Dass passive Verhalten des Managements ist aber äußerst selten. Eher ist das Management des angegriffenen Unternehmens nicht bereit sich von einem Konkurrenten schlucken zu lassen und entwickelt daher entsprechende Abwehrstrategien.

Die bekannteste Abwehrstrategie für einen unfriendly takeover ist die sogenannte Pac Man Verteidigung. Das Target beginnt nach Bekannt werden der Übernahmeabsicht sofort im großen Stil Aktien des angreifenden Unternehmens aufzukaufen. Zur Freude der Aktionäre beider Unternehmen und der Berufsspekulanten (Arbitrageure) steigen die Kurse der Kontrahenten bei der meist heftig ausgetragenen Börsenschlacht. Das Management des Target hofft durch diese Strategie, dass das angreifende Unternehmen den geplanten Übernahmeversuch (Hostile Takeover) aufgibt, weil es am Ende einen Teil seiner eigenen Aktien mitfinanziert.<sup>32</sup>

Welche Erwerbswege auch immer gewählt werden, die Kaufpreise für Unternehmen haben in den letzten Jahre astronomische Höhen erreicht.

---

<sup>30</sup> Aus der englischen Übernahmeterminologie, falls mit hartem Widerstand des Managements der Zielgesellschaft zu rechnen ist.

<sup>31</sup> Vgl. Watter, Rolf (1990), S. 64.

<sup>32</sup> Vgl. Watter, Rolf (1990), S. 48. Bekannt wurde insbesondere die Auseinandersetzung zwischen Martin Marietta und Bendix, in der beide Gesellschaften am Schluss der Auseinandersetzung rund 70% der anderen besaßen. Die vor allem rechtstheoretisch interessante Frage, wer nun eigentlich wen besitze, wurde durch den Kauf von Bendix durch die Allied Corporation pragmatisch gelöst, aber nicht beantwortet.

Die folgende Tabelle zeigt die höchsten Transaktionsvolumen vom Jahr 1997 bis zum Jahre 2004.

Rang	Käufer	Kaufobjekt	Branche	Jahr	Kaufpreis Mrd. Euro
1	Vodafone Group (GB)	Mannesmann (D)	Telekommunikation	2000	189,70
2	AOL (USA)	Time Warner (USA)	Internet/Medien	2000	106,40
3	Pfizer (USA)	Warner-Lambert (USA)	Pharma	2000	70,90
4	Exxon (USA)	Mobil Oil (USA)	ÖL	1998	62,20
5	Glaxo Wellcome (GB)	Smithkline (GB)	Pharma	2000	58,30
6	Travelers (Citigroup) (USA)	Citicorp. (USA)	Banken	1998	56,70
7	Nations Bank (USA)	Bank America (USA)	Banken	1998	49,60
8	SBC Communications (USA)	Ameritech (USA)	Telekommunikation	1998	48,80
9	Vodafone Group (GB)	Air Tech Communications (USA)	Telekommunikation	1999	48,80
10	Pfizer (USA)	Pharmacia (USA)	Pharma	2002	47,30
11	J.P. Morgan Chase (USA)	Bank One (USA)	Banken	2004	47,30
12	AT&T (USA)	Media One (USA)	Telekommunikation	1999	45,70
13	AT&T (USA)	Tele-Communications (USA)	Telekommunikation	1998	43,30
14	Total Fina (F)	Elf Aquitaine (F)	Mineralöl	1999	41,80
15	Bell Atlantic (USA)	GTE (USA)	Telekommunikation	1998	41,80
16	France Telecom (F)	Orange (F)	Telekommunikation	2000	40,00
17	Deutsche Telekom (D)	Voicestream Wireless (USA)	Telekommunikation	2000	39,90
18	Qwest (USA)	US West (USA)	Telekommunikation	1999	38,60
19	BP (GB)	Amoco (USA)	ÖL	1998	38,60
20	Bank of America (USA)	Fleetboston (USA)	Banken	2003	37,00
21	Chevron (USA)	Texaco (USA)	ÖL	2000	36,10
22	Zürich Vers. (CH)	BAT (GB)	Tabak/Finanz	1997	31,90
23	Pacific Cyber Works (Hongkong)	Cable & Wireless (Hongkong)	Telekommunikation	2000	30,00
24	Viacom (USA)	CBS (USA)	Medien	1999	29,20
25	Global-Crossing (Bermuda)	US West (USA)	Telekommunikation	1999	29,20

**Tab. 1: Die teuersten Firmenübernahmen der Welt von 1997 bis 2004**

Quelle: Mergers & Acquisitions: World Investment Report, United Nations Conference on Trade and Development (2004)

Auffällig ist, dass bei High-Tech-Akquisitionen nahezu keine feindlichen Übernahmen zu finden sind.<sup>33</sup> Ein Grund ist das spezifische Kapital der Übernahmeziele. **Wissen und qualifizierte Mitarbeiter** sind flüchtige Kapitalien, die empfindlich auf eine

<sup>33</sup> Vgl. Coff, Russel W. (1999), S. 155.

feindliche Vortragsweise des Käufers reagieren können. Weiterhin ist bei feindlichen Übernahmen die Informationsdichte geringer, so dass die Gefahr der Überzahlung des Ziels gegeben ist, wenn der Wert der Transaktion sich erst während der Zusammenarbeit entwickelt.<sup>34</sup>

## 2.5 Die Grenzen bei Unternehmensakquisitionen

### „Was sehen Sie eigentlich, wenn Sie ein Unternehmen kaufen“ ?

(Michael Bockemühl zu den Kongressteilnehmern des 1st Executive M&A Congress, Witten 1999 )<sup>35</sup>

Viele Unternehmensakquisitionen haben zu enttäuschenden Resultaten geführt, da drängt sich unweigerlich die Frage auf warum so viele Unternehmensübernahmen scheitern?

Die folgende Aufzählung weist die maßgeblichen Gründe für Misserfolge auf:

- Unzureichende Analyse organisatorischer und informationstechnischer Bereiche
- Kulturelle Diskrepanzen<sup>36</sup>
- Unrealistische Integrationserwartungen, insbesondere im Hinblick auf Folgekosten und den Zeitfaktor<sup>37</sup>
- Führungspositionen werden nicht rechtzeitig bestimmt
- Unzureichende Einbeziehung der Mitarbeiter
- Zielkonflikte der neuen Partner
- Überschätzung der Synergieeffekte, der frühere euphorische Glaube an die **Formel 1 + 1 = 3** lässt sich in der Praxis so nicht aufrecht erhalten, zumal angestrebte Synergien auch negative Effekte haben können wie den Verlust von Kunden oder Mitarbeitern.
- Keine oder falsche Zukunftsstrategien

---

<sup>34</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 179.

<sup>35</sup> Diese Frage stellte der Kunsthistoriker Michael Bockemühl zur Eröffnung des 1st Executive M&A-Congress am 18. November 1999 den rund 100 Teilnehmern aus der M&A-Profession. Sie blieb nach einigen Versuchen wie „Bilanzen?“, „Kunden?“, „Produkte?“, „Potential?“, eher unbeantwortet.

<sup>36</sup> Vgl. dazu Kapitel 6.2.

<sup>37</sup> Eine unzureichende Klärung hinsichtlich benötigter Finanz- und Managementressourcen sowie fehlende Vorstellungen über den benötigten Zeitbedarf einer erfolgreichen Integration führen häufig zur Demotivation der Beteiligten und in letzter Konsequenz zum Scheitern des Projektes.

- Unausgereifte unternehmensstrategische Akquisitionsplanung, je geringer der Raum der, der Vorplanung eingeräumt wird, desto umfassender sind die zu erwartenden Probleme bei der Integration<sup>38</sup>

Die Rolle der Unternehmenskultur für den Gesamterfolg einer Akquisition ist heute unbestritten. Dennoch wird dieser Punkt bei einer Übernahmediskussion häufig zu wenig berücksichtigt.

Nur in 39 % der Zusammenschlüsse sind bereits vor der Transaktion die Führungspositionen besetzt worden. Dies führt zu einer ausgeprägten Konkurrenzsituation um die leitenden Positionen, was den Integrationsprozess nachhaltig beeinträchtigt.<sup>39</sup>

Eine veröffentlichte Studie, die über 230 Fusionen untersucht hat, zeigt, dass bei weniger als einem Drittel der Unternehmen nach der Übernahme eine Gewinnsteigerung erzielt werden konnte. Vielmehr war bei über 57 % eine Verschlechterung der Ertragslage festzustellen.<sup>40</sup>

Sobald sich im nachhinein herausgestellt hat, dass eine Akquisition nicht erfolgreich durchgeführt wurde, beginnt die Suche nach den Schuldigen. Diese sind aber aufgrund der vielen vorhandenen Schnittstellen während einer Akquisition nur schwer zu identifizieren.

Der durch eine eindeutige Verantwortungszuteilung notwendige Erfolgsdruck bezüglich M&A fehlt in den meisten Unternehmen. So sind gegenseitige Schuldzuweisungen an der Tagesordnung. Konnte eine Integration nicht erwartungsgemäß durchgeführt werden, wurde die Schuld vielfach von den verantwortlichen Linienmanagern auf die M&A Abteilung abgeschoben, die nach den Aussagen der Integrationsverantwortlichen das Objekt falsch bewertet oder den Vertrag falsch gestaltet haben.<sup>41</sup>

Die M&A - Abteilung wiederum verwies auf fehlende oder falsche strategische Überlegungen in den Strategieabteilungen. Der Controllingabteilung wird häufig in solchen Fällen eine falsche Zahlenauswertung und eine fehlerhafte Interpretation der Ergebnisse vorgeworfen. Ein einheitliches und durchgängiges Prozessmanagement mit einer klaren Kompetenz- und Verantwortungszuweisung wird in nur sehr wenigen Unternehmen vorgefunden.<sup>42</sup>

---

<sup>38</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 172.

<sup>39</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 172.

<sup>40</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 171.

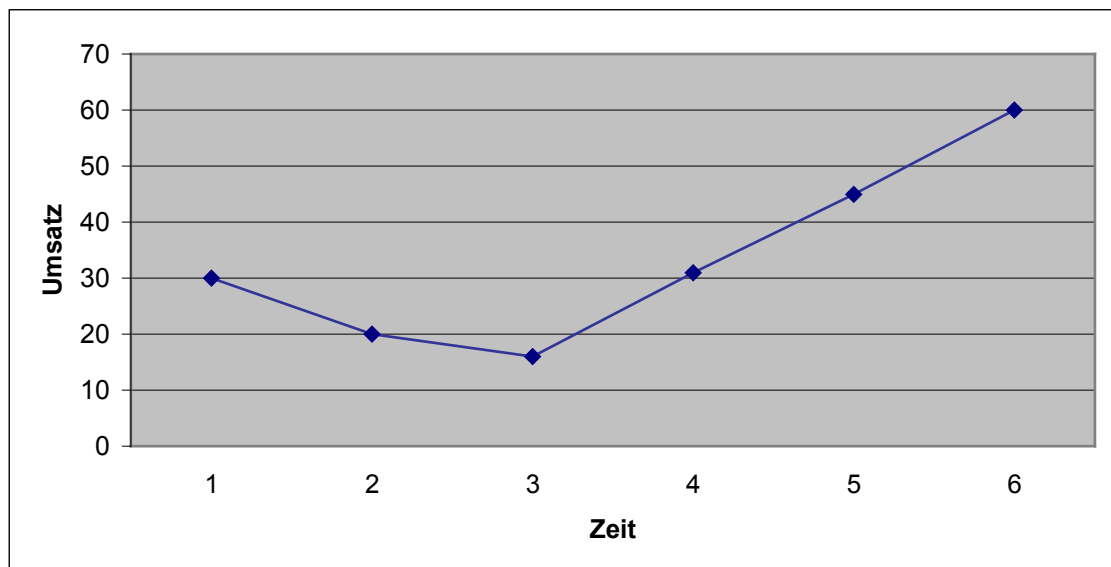
<sup>41</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 155.

<sup>42</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 155.



Bei der Analyse des Zielunternehmens werden unterschiedliche Bereiche eines Unternehmens untersucht, um die Transaktion so erfolgreich wie möglich zu gestalten. Dabei wird häufig ein ganz bestimmtes Phänomen festgestellt. Der **Hockey Stick - Effekt**. Die Grenzen einer Unternehmensakquisition zeigen sich häufig dann, wenn das Zielunternehmen versucht, sein Unternehmen bestmöglich darzustellen. Der Käufer muss daher entsprechende Ungereimtheiten identifizieren, um nicht nach Vertragsabschluss eine böse Überraschung zu erleben.

Der Hockey Stick - Effekt ist ein sehr beliebtes Phänomen, das bei einer gewissenhaften Analyse des Unternehmens leicht zu erkennen, aber schwierig aufzudecken ist.<sup>43</sup> Er beschreibt sinkende Umsätze oder Ergebnisse in der Vergangenheit (bis zum Zeitpunkt des möglichen Verkaufs des Unternehmens), die dann in der Zukunft stark ansteigen.<sup>44</sup>



**Abb. 3: Der Hockey Stick-Effekt**

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: Wegmann, Jürgen/Koch, Wolfgang (2000) in DStR 24/2000, S. 1031

Das folgende Beispiel beschreibt diesen Effekt. Der Umsatz eines Unternehmens ist stetig gesunken. Dies ging einher mit starken Verlusten an Marktanteilen. In dem das Unternehmen sich auf seine Kernkompetenzen besinnt, plant es für die Zukunft mit einem Anstieg des Umsatzes. Des weiteren beabsichtigt es das Kernprodukt verstärkt zu exportieren, sowie dieses im Industriesegment anzubieten. Durch die Unterlegung

<sup>43</sup> Vgl. Wegmann, Jürgen/Koch, Wolfgang (2000) in DStR 24/2000, S. 1031.

<sup>44</sup> Vgl. [www.simon-kucher.com/Internetdatabase](http://www.simon-kucher.com/Internetdatabase).

der drei Geschäftsbereiche mit konkreten Zahlen wirkte die Planung auf den ersten Blick seriös.

Das Management versicherte zudem in persönlichen Gesprächen, dass die Märkte für dieses bevorstehende Wachstum existent sind und das Unternehmen über ausreichende Kontakte zu den avisierten Industrieunternehmen besäße. Der Verkäufer wies weiterhin auf seine langjährige Erfahrung hin und stellte alle relevanten Argumente schlüssig und überzeugend dar. Dennoch entschied sich die Käufergruppe dazu, eine ausführliche Analyse durchzuführen.<sup>45</sup>

Im einzelnen galt es nun, folgende Feststellungen zu untersuchen, um den möglichen Hockey Stick - Effekt aufzudecken.

1. Wieso entwickelt sich das Kerngeschäft rückläufig?
2. Gelingt der Einstieg in das Segment Industrie?
3. Können die Exportmärkte erfolgreich penetriert werden?

Bei der anschließenden Analyse des traditionellen Geschäfts wurden sowohl der Markt als auch die Wettbewerbsposition des Unternehmens analysiert. Im Rahmen solch einer Analyse kommt es zu Gesprächen mit Kunden, Lieferanten oder den Kreditgebern. Diese oftmals sehr qualitativen Beratungen geben interessante Hinweise auf die Wettbewerbsposition des Unternehmens, über eventuell versteckte Risikobereiche und künftiges Chancenpotential. Bei der Industrieanalyse galt es, neben den Marktzahlen und den teilnehmenden Wettbewerbern insbesondere die Fähigkeiten und Kompetenzen des Unternehmens abzuschätzen.<sup>46</sup>

Die möglichen Informationsquellen sind hierbei einerseits das interne Management selbst, andererseits müssen auch die potentiellen Kunden und die anderen Wettbewerber angesprochen werden, um die Spielregeln des Industriesegments kennen zu lernen.

Negativ in diesem Beispiel wirkte, dass der Übernahmekandidat lediglich *head on* zu seinem größten Konkurrenten ist. Es existierte also kein eindeutiger Wettbewerbsvorteil. In den Zielmärkten wurde ein moderater Rückgang des Marktes erwartet. Ein Umsatzwachstum wie anvisiert ist daher nicht ohne weiteres realisierbar. Nach Konsolidierung aller Informationen wurde die Planung den Markt- und Wettbewerbsbedingungen nach und nach angepasst. In diesem Beispiel konnte der

---

<sup>45</sup> Vgl. [www.simon-kucher.com/Internetdatabase](http://www.simon-kucher.com/Internetdatabase).

<sup>46</sup> Vgl. Sebastian, Karl-Heinz (1999), S.19.

Hockey Stick - Effekt aufgedeckt werden, was letztlich zu einer **Anpassung des Kaufpreises** führte. Es wurde deutlich, dass die Planung des Unternehmens eine bewusste Schönrechnung der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens war. Der potentielle Verkäufer versuchte sein Unternehmen besser als in der Realität darzustellen. Die Analyse der Märkte und der Wettbewerbsposition des Übernahmekandidaten ist hierbei ein notwendiges Instrumentarium, um Planungskorrekturen empirisch abgesichert vornehmen zu können.<sup>47</sup>

Die vielen Misserfolge von Unternehmenstransaktionen lassen sich auch durch die Komplexität der verschiedenen Fusionsprozesse erklären. Insbesondere die Rolle der Unternehmenskultur muss in der Zukunft stärker gewichtet werden.<sup>48</sup> Die unterschiedlichen Unternehmenskulturen sind durch individuelle Werte, Normen und interne Strukturen geprägt, die sich über lange Zeit hinweg entwickelt haben. Sie innerhalb **kürzester Zeit** zu einer neuen, funktionierenden Einheit zusammenzubringen gelingt nur in Ausnahmefällen.<sup>49</sup>

„Mitunter gilt bei Unternehmenskäufen der Grundsatz, **schneller zu sein als die Konkurrenz**, unabhängig davon, ob die Gesellschaften zueinander passen; dass solche Aktivitäten enttäuschende betriebswirtschaftliche Ergebnisse zur Folge haben, kann nicht verwundern.“<sup>50</sup>

### **3 Voraussetzungen der Due Diligence**

#### **3.1 Definition der Due Diligence**

Der Begriff Due Diligence entstammt ursprünglich dem US-amerikanischen Kapitalmarkt- und Anlegerschutzrecht (securities laws), und hier den Regelungen zur Haftung der mit dem Handel von Wertpapieren beteiligter Personen.<sup>51</sup>

Die security laws bestehen aus neun Gesetzen. Hiervon sind aber nur der Securities Act (1933) und der Securities Exchange Act (1934) für die Due Diligence relevant.

---

<sup>47</sup> Vgl. Sebastian, Karl-Heinz (1999), S. 20.

<sup>48</sup> Vgl. zu dieser Thematik Kapitel 6.2 in dieser Arbeit.

<sup>49</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 172.

<sup>50</sup> Scott, Cornelia (2001), S. 173.

<sup>51</sup> Vgl. Scherrer, Gerhard (1998), S. 3.

Der Securities Act regelt die erstmalige Ausgabe von Effekten. Der Securities Act verlangt von den Emittenten der Kapitalbeteiligungen die Erstellung eines „Registration Statements“, welches bei der zuständigen Bundesbehörde, der „Securities Exchange Commission“ (SEC) eingereicht werden muss. Das „Registration Statement“ enthält umfangreiche Angaben über die ausgebende Gesellschaft und die auszugebenden Beteiligungen und ähnelt inhaltlich dem auf Grund der Due Diligence beim Unternehmenskauf erstellten **Due Diligence Report**.<sup>52</sup>

„Eine Due Diligence ist die **sorgfältige Untersuchung und Analyse des Zielunternehmens** im Rahmen der Vorbereitung und Durchführung einer Transaktion, um die für diese Transaktion wesentlichen Einflussfaktoren aufzuzeigen und zu analysieren.“<sup>53</sup>

Die Definition der Due Diligence im US-amerikanischen Haftungsrecht ist also vergleichbar mit dem im deutschen Recht verankerten Begriff der *im wirtschaftlichen Verkehr erforderlichen Sorgfalt*.

### 3.2 Das Due Diligence-Team

In der Fachliteratur werden verschiedene Ansätze hinsichtlich der Zusammenstellung bestmöglicher Due Diligence-Teams behandelt. Dabei nehmen der Experten-, der Abteilungs- und der Teamansatz eine übergeordnete Rolle ein.

Der **Expertenansatz** stellt das Due Diligence-Team als ein kleines Team dar, das sich aus den Mitarbeitern der operativen Ebene verschiedener Fachabteilungen (z.B. Controlling, Einkauf, Finanzen oder Steuern) zusammensetzt.<sup>54</sup>

Im Unterschied dazu weist der **Abteilungsansatz** folgende Eigenschaften auf: Das akquirierende Unternehmen verfügt über eine ständige und schwerpunktmäßige Akquisitions- oder Beteiligungsabteilung. Je nach Transaktionsvolumen und Größe der

---

<sup>52</sup> Vgl. Merkt, Hanno (1996), S. 145. zum Due Diligence Report vgl. Kapitel 4.4.5. in dieser Arbeit.

<sup>53</sup> Black's Law Dictionary, 7th edition (1999), S. 468. Original: The diligence reasonably expected from, and ordinarily exercised by, a person who seeks to satisfy a legal requirement or to discharge an obligation. A prospective buyer's or broker's investigation and analysis of a target company, a piece of property, or a newly issued security.

<sup>54</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 36.

Abteilung werden interne oder externe Spezialisten während des Due Diligence Prozesses hinzugezogen.<sup>55</sup>

Für den **Teamansatz** dagegen ist charakteristisch, dass der gesamte Akquisitionsprozess von einem individuell zusammengesetzten und hoch spezialisierten M&A Team begleitet wird. Das Team besteht aus spezialisierten operativen Mitarbeitern und Führungskräften des Käuferunternehmens in Kombination mit transaktionserfahrenen M&A Beratern. Obwohl die jeweiligen Transaktionsprozesse äußerst unterschiedlich sein können, ist der Teamansatz in der Praxis am weitesten verbreitet.<sup>56</sup>

Die Aufgabe der Berater des Transaktionsprozesses (Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte, Unternehmensberater) liegt vor allem in der Beschaffung und Aufbereitung aller relevanten Informationen. Der große Vorteil der externen Berater liegt in ihrer Objektivität. Bei den Verhandlungen wirken sie oft als Schiedsrichter, da sie durch Versachlichung der Argumente und Kompromisse die Interessen beider Parteien ausgleichen. Selbstverständlich muss vorab die Personalbesetzung des Teams durchgesprochen werden. Erst wenn der Verkäufer der Besetzung endgültig zustimmt, kann das Team die Arbeit aufnehmen.<sup>57</sup>

Ebenso muss die Zielgesellschaft diesem Team ein oder mehrere Ansprechpartner nennen, denn nur so ist ein weiterer reibungsloser Geschäftsablauf möglich und einer Verunsicherung der Mitarbeiter des Zielunternehmens kann entgegengewirkt werden.

Charakteristisch für eine Due Diligence Untersuchung ist die Konzipierung als Projekt. Dies bedeutet, dass neben einer detaillierten Zeitplanung eine klare Bestimmung der Tätigkeitsbereiche und Verantwortlichkeiten erforderlich wird. Dadurch kann auch ein komplexer Prozess mit vielen Mitwirkenden unter hohem Zeitdruck so gestaltet werden, dass alles Wesentliche erkannt und verarbeitet wird.<sup>58</sup> Durch eine vollkommene Kommunikation kann sichergestellt werden, dass keine Doppelarbeiten oder Leerlaufzeiten einiger Teammitglieder entstehen. Ein gut aufeinander abgestimmtes Team kann die Dauer und die Kosten somit auf ein Minimum beschränken.

---

<sup>55</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 36.

<sup>56</sup> Vgl. Rockholtz, Carsten (1998), S. 79.

<sup>57</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 52.

<sup>58</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 37.

### 3.3 Die verschiedenen Arten der Due Diligence im Überblick

Üblicherweise unterscheidet man bei einer Due Diligence nach Auftraggeber, Zeitpunkt und Inhalt. Je nachdem hat die Due Diligence einen anderen Inhalt und ein anderes Ziel bzw. Ergebnis.<sup>59</sup>

Im Rahmen der jeweiligen Teilbereiche der Due Diligence Prüfung werden folgende Arten unterschieden.

Die **Commercial Due Diligence** konzentriert sich auf die Analyse und Beurteilung der Markt- und Wettbewerbssituation unter Einbeziehung der strategischen Überlegungen und der potenziellen Synergieeffekte, um letztendlich zu einer Aussage über den Wert des Unternehmens zu kommen. In das Ergebnis der Commercial Due Diligence fließen die Informationen der anderen Untersuchungen mit ein, da die marktnahen Funktionen, wie z.B. Vertrieb, Technik und Marketing betrachtet werden.<sup>60</sup>

Das Ergebnis der **Legal Due Diligence** ist prinzipiell eine Aussage darüber, ob vom Unternehmen die gesetzlichen und vertraglichen Vereinbarungen eingehalten werden. Hierbei werden alle Rechtsgeschäfte sowie deren Auswirkungen analysiert.

„Im Vordergrund steht bei der Legal Due Diligence das Herausarbeiten von Risiken, die sich aus nicht vorhandenen notwendigen Berechtigungen (z.B. Haftungsbestimmungen, Vertragsstrafen, Vorkaufsrechten oder Optionen etc.) und Verletzung von sonstigen gesetzlichen Vorschriften ergeben, sowie die Erarbeitung von Punkten für die Vertragsgestaltung.“<sup>61</sup>

Ziel ist die juristische Absicherung und die Kenntnis der rechtlichen Aspekte auf die Rechtskultur des Unternehmens.

Die **Financial Due Diligence** beschäftigt sich mit der Darstellung der bestehenden Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, der Analyse der Planung und des Planungsprozesses, aber auch der Analyse des Risikomanagements bzw. IKS.

Gründe für die Financial Due Diligence sind beispielsweise der potentielle Erwerb eines Unternehmens, einer Beteiligung oder die Fusion zweier Unternehmen.

---

<sup>59</sup> Vgl. Vogt, Gabriele (2001) in DStR 47/2001, S. 2027.

<sup>60</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 27.

<sup>61</sup> Kranebitter, Gottwald (2002), S. 28.

Die Financial Due Diligence versucht bestehende Risiken aufzuzeigen, die sich auf die zukünftige Finanz- und Ertragssituation des Unternehmens auswirken können. Die Ergebnisse bilden häufig die Grundlage für die Bewertung des Unternehmens.<sup>62</sup>

Die **Tax Due Diligence** soll einerseits die steuerlichen Risiken des Zielunternehmens aufzeigen und andererseits Hinweise für die steuerliche Optimierung der Transaktionsabwicklung geben. Zu einer Tax Due Diligence gehören unter anderem eine genaue Analyse der Steuerbescheide und der steuerlichen Risiken<sup>63</sup> aber auch das Aushandeln von vertraglichen Gewährleistungen und Garantien sowie erste Anregungen zur Gestaltung des Kaufvertrages zu geben.<sup>64</sup>

Die **Market Due Diligence** gleicht die internen marketingrelevanten Bereiche mit den Kundenbedürfnissen und Aktivitäten der Wettbewerber ab und schafft damit eine Basis zur Beurteilung der strategischen Ausrichtung des Target.

Im Bereich der **Human Resources Due Diligence** geht es um die Analyse potentieller Risiken oder stiller Lasten aus besonderen Verpflichtungen gegenüber den Mitarbeitern und dem Management.<sup>65</sup> Dabei sind die wichtigsten Ziele die Ermittlung der Kosten und des Wertes des heutigen und des zukünftigen Mitarbeiterstammes sowie die Klärung des Aufwandes einer bevorstehenden Integration selbiger.

Die **Environmental Due Diligence** versucht, die eventuellen Umweltrisiken des Zielunternehmens abzuschätzen und die daraus resultierenden zukünftigen finanziellen Belastungen zu ermitteln.<sup>66</sup>

Die **Cultural Due Diligence** ist ein weiterer wichtiger Bereich, der häufig unterschätzt wird. Viele Transaktionen scheitern aufgrund der unterschiedlichen Unternehmenskulturen, Karrieresystemen, sprachlicher Barrieren oder unterschiedlicher Organisationsstrukturen. Hier setzt die Cultural Due Diligence an. Sie will mögliche Risiken, die sich aus den unterschiedlichen Unternehmenskulturen des Käufers und des Verkäufers ergeben, frühzeitig erkennen und auf ihre Konsequenzen hin untersuchen. Die im Rahmen einer Cultural Due Diligence gewonnenen Erkenntnisse fließen unmittelbar in die Planung des Integrationsprozesses ein, indem

---

<sup>62</sup> Vgl. [www.4Managers.de](http://www.4Managers.de).

<sup>63</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 999.

<sup>64</sup> Vgl. Vogt, Gabriele (2001) in DStR 47/2001, S. 2027.

<sup>65</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 28.

<sup>66</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 28.

sie helfen, gezielt die Aufmerksamkeit auf besonders integrationsintensive Unternehmensbereiche zu fokussieren. Damit versucht die Cultural Due Diligence schon etwaige Problemfelder für die Post-Merger-Integrationsphase zu ermitteln.

Die Rolle der Cultural Due Diligence innerhalb einer umfassenden Prüfung ist von den Begleitumständen abhängig. Wichtig ist vor allem, dass das Due Diligence Team den Auftraggeber für eine entsprechende Untersuchung sensibilisiert.<sup>67</sup>

### **3.4 Gründe für die Durchführung einer Due Diligence**

Eine Due Diligence Prüfung wird entweder auf Grund gesetzlicher Bestimmungen oder auf freiwilliger Basis durchgeführt. Diese beiden Möglichkeiten werden im nächsten Abschnitt kurz vorgestellt.

#### **3.4.1 Gesetzliche Bestimmungen**

Gesetzliche Bestimmungen können Anlass sein, wenn:

- der Gesellschafter einer Firma ausscheidet,
- die Höhe einer Abfindungssumme festzulegen ist,
- eine Fusion oder Umwandlung geplant ist,
- steuerliche Erhebungen anfallen,
- Erbstreitigkeiten, Kapitalentnahmen oder Scheidungsverfahren Ausgleichszahlungen nach sich ziehen.<sup>68</sup>

Wenn beispielsweise ein Gesellschafter aus einer Personengesellschaft ausscheidet, muss hinsichtlich seines Abfindungsanspruches eine Unternehmensbewertung durchgeführt werden. Dies ist allerdings nur dann der Fall, wenn der Gesellschaftsvertrag keine pauschale Regelung bezüglich der Abfindung enthält.

Steht die Umwandlung einer Personengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft an, so ist es die Aufgabe des Gutachters, den Wert beider Gesellschaften zu ermitteln, sowie das neue Anteilsverhältnis zu bestimmen.

---

<sup>67</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 176.

<sup>68</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 14.



Wird Kapital auf Grund von Erbstreitigkeiten aus der Firma entnommen, wird geprüft, ob die testamentarische Aufteilung die einheitliche, kontinuierliche und erfolgreiche Fortführung des Unternehmens gewährleistet.<sup>69</sup>

### **3.4.2 Freiwillige Basis**

Eine auf freiwilliger Basis veranlasste Due Diligence kann durch diverse Umstände ausgelöst werden:

- Kauf oder Verkauf eines Unternehmens
- Börsengang eines Unternehmens
- Eigenkapitalaufnahme bei Dritten
- Fremdkapitalaufnahme bei Banken
- Management-Buy-Out (MBO)
- Sanierung
- Umstrukturierung<sup>70</sup>

Der häufigste Grund für die Durchführung einer Due Diligence ist der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens oder von Teilen des Unternehmens zwecks Fusionierung, Ermittlung des Preises oder der Kaufpreisbeeinflussung.<sup>71</sup>

### **3.4.3 Hauptfunktionen der Due Diligence im Transaktionsprozess**

Die Hauptfunktionen der Due Diligence im Transaktionsprozess gliedern sich überwiegend in zwei verschiedene Bereiche. Dies sind die Informationsbeschaffung und die Beweissicherung. Wobei gerade bei der Informationsbeschaffung das folgende Zitat großer Bedeutung zukommt...

“Just because some questions are difficult to answer  
does not mean they won’t asked.”

(Theodore G. Berk, Spezialist für Bankfusionen)<sup>72</sup>

---

<sup>69</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 15.

<sup>70</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 15.

<sup>71</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 15.

<sup>72</sup> Berk, Theodore G. (1996), S. 30.

## Informationsbeschaffung

Bereits lange vor Verwirklichung der Transaktion besitzt die Käuferseite bestimmte Kenntnisse bezüglich des zu übernehmenden Unternehmens, die auf öffentliche Quellen und Analysen von Beratern basieren.

Dieser Informationsstand lässt jedoch oftmals noch keine umfassende Analyse der wirtschaftlichen und rechtlichen Situation des Targets zu. Die Chancen und Risiken für die Käuferseite hinreichend transparent zu machen, gelingt nur schwerlich.

Daher ist die *Beseitigung dieser Informationsasymmetrien* das vorrangigste Ziel und Hauptmotivation bei der Durchführung einer Due Diligence.<sup>73</sup>

Daneben besteht nun die Möglichkeit, die bereits von der Verkäuferseite dargelegten Informationen auf ihre Richtigkeit zu überprüfen.<sup>74</sup> Diese Informationen sind nicht nur für die betriebswirtschaftliche Beurteilung von Bedeutung, sondern auch für die spätere juristische Ausarbeitung des Vertragswerkes und den darin festgelegten Gewährleistungen und Garantien.<sup>75</sup>

Während der Käufer an einer vollständigen Offenlegung aller relevanten Informationen sehr interessiert ist, wehrt sich häufig das Management der Zielgesellschaft, Informationen über ihr Unternehmen preiszugeben.

Einerseits ist zu befürchten, dass nach erfolgter Offenlegung vertraulicher Informationen der Kaufinteressent die Verhandlungen abbricht. Auf den *Letter of Intent* wird später in dieser Arbeit noch eingegangen.

Andererseits kann die Due Diligence im Falle eines Vertragsabschlusses durch die Aufdeckung von Schwächen zur Verringerung des Verkaufspreises führen.<sup>76</sup>

Gleichwohl bei der Entdeckung von positiven Sachverhalten zur Erhöhung des Grenzpreises<sup>77</sup>, aber kaum zu Eingeständnissen der Gegenseite bezüglich des Kaufpreises. Dies verdeutlicht noch einmal die folgende Abbildung.

---

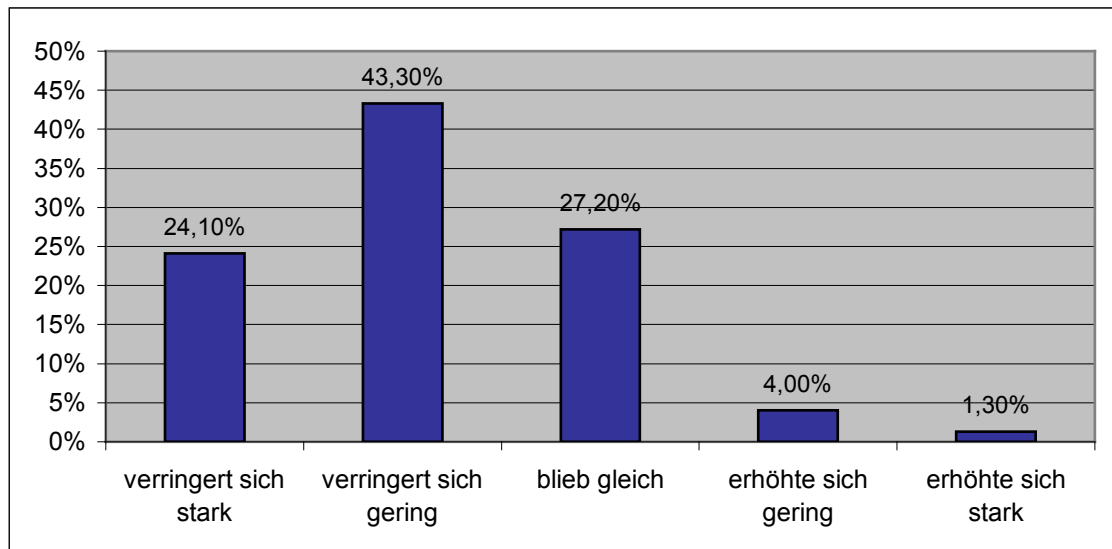
<sup>73</sup> Daneben müssen die Erkenntnisse aus der Due Diligence auch dazu genutzt werden um eine erfolgreiche Post Merger Integration vorzubereiten. Denn die Überlegungen zur späteren Integration der beiden involvierten Unternehmen sollten bereits zu Beginn des eigentlichen Akquisitionsprozesses bei der Analyse des Zielunternehmens stattfinden.

<sup>74</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 998.

<sup>75</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 39.

<sup>76</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 41.

<sup>77</sup> Der Grenzpreis ist derjenige Betrag, den der Käufer unter gegebener Zielsetzung maximal für das zu bewertende Unternehmen ausgeben darf, ohne sich schlechter zu stellen als beim Unterlassen des Erwerbs.



**Abb. 4: Einfluss der Due Diligence auf den Kaufpreis in Prozent**

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: Berens, Wolfgang/Strauch, Joachim (2002), S. 90

Sollte der Verkäufer die Offenlegung von Informationen verweigern, muss er damit rechnen, dass der Käufer einen *Unsicherheitsabschlag* bei der Preisfindung einkalkuliert oder aber das Unternehmen als Durchschnittsunternehmen bewertet, obwohl dieses eventuell weitaus besser bewertet werden müsste.<sup>78</sup>

Um eine umfassende und den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Unternehmensbeurteilung zu ermöglichen, sollte dem Zielunternehmen frühzeitig eine gut strukturierte und vollständige Aufstellung aller benötigten Unterlagen zur Verfügung gestellt werden. Diese Unterlagen könnten sich wie folgt zusammensetzen:

- Wichtige Verträge aller Art,
- Satzung der Zielgesellschaft,
- Protokolle der letzten Generalversammlungen,
- Schriftverkehr mit Behörden, insbesondere Genehmigungen, Prüfungen, Beanstandungen, Auflagen,
- Informationen über laufende und erwartete Rechtsstreitigkeiten,
- Grundbuchauszüge und Informationen über Rechte an immateriellen Vermögensgegenständen,

<sup>78</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/ Brauner, Hans U. (1999), S. 43.

- Löhne, Gehälter, Sozialleistungen und Informationen über Pensionszusagen,
- Jahresabschlüsse der letzten drei bis fünf Jahre und Zwischenabschlüsse mit detaillierten Ergebnisrechnungen,
- Budget und Businessplan für einen Zeitraum von zwei bis vier Jahren,
- Berichte und Management Letter des Wirtschaftsprüfers,
- Steuererklärungen und Bescheide der vergangenen drei bis fünf Jahre<sup>79</sup>

„Das Erkennen **potentieller Deal-Breaker** für die geplante Transaktion, möglich in einem frühen Stadium der Due Diligence Untersuchung, ist eine wichtige Teilaufgabe der Informationsbeschaffungsfunktion.“<sup>80</sup>

### **Beweissicherung**

Im Hinblick auf mögliche in der Folge auftretenden Streitigkeiten nach Vertragsschluss dient die Due Diligence auch dazu, den momentanen Zustand des Unternehmens zu dokumentieren. Ohne die Due Diligence Prüfung wäre bei zukünftigen Streitigkeiten häufig nur sehr schwer festzustellen bzw. beweisbar, in welcher Situation sich das Unternehmen zum Zeitpunkt des Kaufes befand.<sup>81</sup>

Darüber hinaus beeinflusst die Durchführung oder Nichtdurchführung einer Due Diligence die Rechtsstellung des Verkäufers und des Käufers. Der Verkäufer kann mit der Durchführung einer Due Diligence seinen Aufklärungspflichten gegenüber dem Käufer nachkommen. Mindestvoraussetzung dürfte allerdings nach der **BGH-Rechtssprechung**<sup>82</sup> sein, dass der Due Diligence die entsprechenden Informationen vollständig und in einer nicht irreführenden Weise entnommen werden können. In den Fällen, in denen der Verkäufer nicht aufklärungspflichtig ist, wird der Verkäufer verpflichtet wahrheitsgemäß zu antworten, wenn er im Rahmen einer Due Diligence befragt wird.<sup>83</sup>

---

<sup>79</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 35.

<sup>80</sup> Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 998.

<sup>81</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 998. Zur Darstellung der Beweissicherungsfunktion der DD und mögliche Anspruchsgrundlagen bei fehlender oder falscher Informationen zum Zielunternehmen vgl. Vogt, Gabriele, in DStR 47/2001, S. 2027-2034.

<sup>82</sup> BGH vom 04.04.2001, VIII ZR 32/00, DStR 2001, S. 901ff.

<sup>83</sup> Vgl. Vogt, Gabriele, DStR 47/2001, S. 2034. Den Verkäufer trifft zunächst eine Wahrheitspflicht, die er verletzt, wenn er gegenüber dem Käufer vorsätzlich oder fahrlässig falsche Angaben macht. Dies gilt unabhängig davon, ob diese Angaben freiwillig oder auf Grund einer Aufklärungspflicht, aus eigenem Antrieb oder auf Nachfrage erfolgen.

Der Käufer geht das Risiko ein Rechte zu verlieren, wenn er das Zielunternehmen nicht prüft, obwohl ihm eine Due Diligence Prüfung angeboten wurde, denn die Durchführung einer Due Diligence wird inzwischen als Verkehrssitte<sup>84</sup> angesehen.

Im Zeitpunkt des Unternehmensübergang tritt der Käufer in die Rechtsstellung des Verkäufers ein. Daraus kann sich eine Haftung für Verbindlichkeiten des übernommenen Unternehmens aus vertraglicher Verpflichtung oder aus der gesetzlichen Folge ergeben. Im Rahmen von größeren M&A Transaktionen werden die gesetzlichen Gewährleistungs- und Haftungsansprüche sowie culpa in contrahendo<sup>85</sup> Ansprüche allerdings regelmäßig durch Garantieklauseln ersetzt.

Es gibt verschiedene Arten von Garantieklauseln. Bei allen Garantien kommt es entscheidend darauf an, ob der Verkäufer uneingeschränkt für die objektive Richtigkeit einstehen soll (harte Garantieklausel) oder ob der Verkäufer nur für die subjektive Richtigkeit einstehen soll, d.h. es wird hier auf die Kenntnis des Verkäufers abgestellt (weiche Garantieklausel).

#### **Arten von Garantieverprechen können sein:**

- **Globalgarantie**  
Der Verkäufer sichert zu, umfassend und vollständig Auskunft über alle Umstände erteilt zu haben, die von maßgeblicher Bedeutung sind.
- **Bilanzgarantie**  
Die Bilanzgarantie bezieht sich auf die Richtigkeit der bilanziellen Angaben. Bei Auseinanderfallen des Zeitpunkts der Bilanzerstellung und des Übergangszeitpunktes sollte der Käufer darauf achten, dass sich die Bilanzgarantie nicht nur wie üblich auf den Kenntnisstand bei Abschluss der

---

<sup>84</sup> Eine Verkehrssitte, nach der auf jeden Fall eine Untersuchung durch den Käufer stattzufinden hat, existiert bspw. beim Kauf von Häusern, Gebrauchtwagen, Kostbarkeiten und Kunstwerken. Für die Due Diligence bedeutet dies, dass eine Verkehrssitte aber nur dann angenommen werden kann, wenn sie im Rahmen des Unternehmenskaufs eine ständige Übung darstellen würde. Denn grobe Fahrlässigkeit ist dann anzunehmen, wenn die im Verkehr erforderliche Sorgfalt in besonders schwerem Maße verletzt worden ist, und schon einfachste, ganz nahe liegende Überlegungen nicht angestellt werden. Vgl. Fleischer, Holger/Körber, Torsten (2001), S. 845.

<sup>85</sup> Der Anspruch aus culpa in contrahendo setzt voraus, dass sich das Verschulden des Verkäufers nicht auf die Beschaffenheit des Kaufgegenstandes, d.h. Fehler oder zugesicherte Eigenschaften, bezieht, bzw. das vorvertragliche Verschulden des Verkäufers vorsätzlich ist (BGH vom 03.07.1992, V ZR 97/91).

Bilanz erstrecken, sondern auch noch auf den Zeitpunkt des Vertragsschlusses bzw. des Übergangzeitpunkts.<sup>86</sup>

- **Eigenkapitalgarantie**  
Der Verkäufer verspricht die Höhe des Eigenkapitals zu einem bestimmten Zeitpunkt. Die Eigenkapitalgarantie kann anstatt oder zusätzlich zur Bilanzgarantie abgegeben werden.
- **Verbindlichkeitsgarantie**  
Der Verkäufer gibt Auskunft über das Nichtbestehen von weiteren Verbindlichkeiten. Hierbei handelt es sich um einen Unterfall der Bilanzgarantie.
- **Bestandsgarantie**  
Durch diese Art der Garantie kann der Verkäufer z.B. Beteiligungen an Unternehmen, den Vorratsbestand, den Personalbestand, Grundstücksbestand u.s.w. garantieren.

Rechtsfolge eines **selbstständigen Garantieversprechens** ist in erster Linie der Erfüllungsanspruch des Erwerbers. Nur wenn die Herstellung des garantierten Zustands nicht möglich ist, besitzt der Käufer einen Anspruch auf Schadenersatz.<sup>87</sup>

### 3.5 Der Letter of Intent

Bevor es zu einer Offenlegung von Interna der Zielgesellschaft kommen kann, muss der Vorstand zuvor sorgfältig die Erwerbsabsichten des Kaufinteressenten prüfen. Dabei muss auf die Abgabe einer Absichtserklärung, eines sogenannten Letter of Intent,<sup>88</sup> hingewirkt werden.

Der Letter of Intent ist eine Kaufabsichts- und Vertraulichkeitserklärung zwischen den potentiellen Vertragsparteien. Er stellt damit ein Vorvertrag dar und bindet die Parteien somit nicht bezüglich eines eventuellen späteren Unternehmenskaufs.<sup>89</sup>

---

<sup>86</sup> Vgl. Vogt, Gabriele, DStR 47/2001, S. 2030.

<sup>87</sup> Alle Arten der oben vorgestellten Garantien vgl. Vogt, Gabriele, in DStR 47/2001, S. 2031.

<sup>88</sup> Im deutschsprachigen Raum wird der Letter of Intent mit Absichtserklärung übersetzt.

Synonyme im anglo-amerikanischen Sprachraum sind Memorandum of Understanding oder Agreement in Principle vgl. auch Beisel, Wilhelm/Klumpp, Hans-Hermann (1996), S. 18.

<sup>89</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 18.

Dennoch kann ein unverbindlicher Letter of Intent – also ein solcher, der mangels dementsprechenden Rechtsbindungswillen auf Erwerberseite keine Primärpflicht, etwa auf Abschluss des Kaufvertrages etabliert – dahingehend interpretiert werden, dass sich zumindest seit dessen Zugang Erwerber und Veräußerer<sup>90</sup> bereits in einem vorvertraglichen Schuldverhältnis befinden.<sup>91</sup> Er beinhaltet die Verpflichtung zur Geheimhaltung und Nichtverwendung von Unternehmensgeheimnissen sowie die Vereinbarung einer Vertragsstrafe im Falle der Zuwiderhandlung. Für den Letter of Intent gibt es kein Formblatt.<sup>92</sup> Er ist abhängig vom beabsichtigten Geschäft und dem Stadium der Vertragsverhandlungen. Seine Bedeutung liegt vor allem in der verhandlungspsychologischen Wirkung.

Trotzdem sollte ein umfassender Letter of Intent mindestens die folgenden Punkte beinhalten:

- Vertragsparteien
- Vertragsobjekt
- Geheimhaltungsverpflichtung
- Gestaltung der Due Diligence
- Umfang und Inhalt der Due Diligence
- Zeitlicher Ablauf der Due Diligence
- Kaufpreisvorstellungen
- Vereinbarung einer Vertragsstrafe bei Verstoß gegen den Vertrag
- Zahlungsmodalitäten
- Rahmenbedingungen einer Exklusivverhandlungen.<sup>93</sup>

Die Abgabe eines Letter of Intent ist in der Regel Voraussetzung für den Zutritt zu weitergehenden Informationen bzw. dem Dataroom und damit für die Möglichkeit zur Durchführung einer Due Diligence.<sup>94</sup>

---

<sup>90</sup> Auch ohne „Bestätigung“ durch den Veräußerer wird man in der widerspruchslosen Hinnahme des Letter of Intent zumindest einen konkludenten Rechtsbindungswillen des Veräußerers hinsichtlich eines vorvertraglichen Schuldverhältnisses mit Sekundärpflichten nach §§ 311, Abs.2, 241 Abs.2 BGB annehmen können.

<sup>91</sup> Vgl. Krömker, Michael (2002), S. 46.

<sup>92</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 18.

<sup>93</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 19.

<sup>94</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1003.

### 3.6 Terminierung und Umfang

Nach dem klassischen Modell wird die Due Diligence nach der Unterzeichnung des Letter of Intent und vor der endgültigen Entscheidung über den Kauf durchgeführt. Dieser Zeitraum kann zwischen ein paar Tagen und einigen Wochen variieren. Hierbei ist ein funktionierendes Zeitmanagement von großer Bedeutung. Es ist nicht ausreichend, lediglich einen gut durchdachten Zeitplan aufzustellen. Vielmehr muss dieser Plan ständigen Kontrollen unterzogen werden, denn unvorhergesehene Ereignisse könnten die erfolgreiche Umsetzung der ursprünglichen Planung verhindern.<sup>95</sup>

Im Rahmen des Zeitmanagements ist es erforderlich, dass die wahrscheinliche Gesamtzeit des Auftrags eingeschätzt und vertraglich fixiert wird. Meist zeigt sich im Verlauf der Due Diligence, dass das ursprünglich vorgegebene Zeitfenster einiger Korrekturen bedarf. Solche Zeitverluste entstehen möglicherweise auf Grund einer verspäteten Bereitstellung der benötigten Unterlagen seitens des zu prüfenden Unternehmens oder den Ausfall einer fest eingeplanten Fachkraft. Daher ist es empfehlenswert, bereits im Vorfeld des Zeitmanagements Zeitreserven einzuplanen.

Eine andere Sichtweise vertreten die Autoren *Binder/Lanz*.<sup>96</sup> Hier wird der Due Diligence ein breiteres Zeitspektrum zugesprochen. Die Due Diligence beginnt bereits bei der Strategieformulierung (vor der ersten Kontaktaufnahme) und reicht bis zur Integration des neuen Unternehmens.<sup>97</sup>

Generell ist der Umfang der Due Diligence aber sehr unterschiedlich und kann nicht pauschalisiert werden. Grund hierfür sind oftmals die exogenen Einflüsse die auf die Due Diligence einwirken. Dies ist beispielsweise bei dem Auktionsverfahren der Fall, bei dem der Käufer nur einen bestimmten Zeitraum zur Verfügung hat, das Zielunternehmen zu durchleuchten.<sup>98</sup> Bei all den Faktoren sollte man dennoch den Grundsatz der **Materiality** (Wesentlichkeit)<sup>99</sup> bewahren, um so einer Missachtung der für die Due Diligence notwendigen Sorgfalt zu entgehen.<sup>100</sup>

Als Konsequenz für eine Abgrenzung ergibt sich, dass die involvierten Seiten festzulegen haben, auf welchen Zeitpunkt sie sich beziehen und ob Subsequent

<sup>95</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 19.

<sup>96</sup> Vgl. Binder, Peter M./Lanz, Rudolf (1993), S. 19.

<sup>97</sup> Vgl. Schindler, Christoph M. (1998), S. 30.

<sup>98</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 78.

<sup>99</sup> Der Grundsatz stammt aus der Praxis der Prüfung der externen Rechnungslegung, gilt jedoch als allgemeiner Grundsatz der Informationsgewinnung und- Vermittlung und stellt sowohl eine Maximal- als auch eine Minimalforderung dar.

<sup>100</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 79.



Events<sup>101</sup> Teil der Due Diligence Untersuchung sind. Der involvierte Berater wird – wenn nicht ausdrücklich anders vereinbart ist – die Verpflichtung zur Aktualisierung über den vereinbarten Zeitpunkt hinaus ausdrücklich ausschließen.<sup>102</sup>

### 3.7 Verhältnis der Due Diligence zur Jahresabschlussprüfung und Unternehmensbewertung

Grundsätzlich ist die Due Diligence der Jahresabschlussprüfung und der Unternehmensbewertung nicht gleichzusetzen. Die Due Diligence ist stärker betriebswirtschaftlich ausgelegt und geht mehr auf die Bedürfnisse und Anforderungen des potentiellen Käufers ein.<sup>103</sup> Dabei kann die Jahresabschlussprüfung als externe Informationsquelle dienen und der Due Diligence wichtige detaillierte und tiefe Informationen liefern.<sup>104</sup>

Nach § 317 Absatz 1,2,3 HGB gehören zu der **Jahresabschlussprüfung** mittelgroßer und großer Kapitalgesellschaften der Jahresabschluss, der Lagebericht und die Buchführung.

Ziel ist die Abgabe eines verlässlichen Urteils über die Zuverlässigkeit und Sicherheit der Jahresabschlussinformationen, das heißt ob die Buchführung und der Jahresabschluss den gesetzlichen Anforderungen sowie den Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages oder der Satzung entsprechen.<sup>105</sup>

Der Jahresabschluss einer Kapitalgesellschaft hat laut § 264 (2) HGB unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung, ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu vermitteln.

Er kann aber nicht Auskunft darüber geben, wie gut zwei Unternehmen zusammenpassen bzw. zusammenarbeiten können, da kein zweites Unternehmen betrachtet wird. Der Jahresabschluss des Zielunternehmens ermöglicht dem Käufer aber sehr wohl, sich einen ersten Eindruck über das Akquisitionsojekt zu verschaffen.

Die Hauptaufgabe der **Unternehmensbewertung** liegt in der Ermittlung der potentiellen Marktpreise für die jeweiligen Unternehmen. Da für die Preisfindung nicht nur die isolierte Bewertung des Kaufobjekts aufgrund von Ertragsüberschüssen zu betrachten ist, sondern auch die strategische Zielsetzung eine Rolle spielt, nimmt die

---

<sup>101</sup> Ereignisse nach Abschluss der Due Diligence Untersuchung.

<sup>102</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 21.

<sup>103</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 19.

<sup>104</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 15.

<sup>105</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 15.

Bewertung von Unternehmen häufig eine sehr komplexe Form an. Bei der Due Diligence wird das Unternehmen, die Unternehmensstruktur, die Mitarbeiterfähigkeiten und die Marktchancen – und Risiken abgebildet. Somit ist es im Rahmen der Unternehmensbewertung die Aufgabe der Due Diligence, zum einen die Basis für einen später angestrebten Unternehmenswert zu ermitteln, zum anderen werden die Ergebnisse separat honoriert, um nicht die Komplexität der Chance- und Risikoanalyse und somit den Informationsstand herabzusetzen.<sup>106</sup> Nachdem die Voraussetzungen der Due Diligence vorgestellt wurden, wird nun in dem anschließenden Kapitel der Ablauf einer Due Diligence Prüfung dargestellt.

## **4           Verfahrensablauf der Due Diligence**

### **4.1        Informationsquellen**

Beim Verfahrensablauf der Due Diligence Prüfung kommt den Informationsquellen eine besondere Bedeutung zu. Dabei wird unterschieden in interne und externe Informationsquellen.

#### **4.1.1     Interne Informationsquellen**

##### **4.1.1.1   Unternehmensbesichtigung**

Interne Informationsquellen stellen nicht öffentlich zugängliche Informationen bereit und sind nur mit Hilfe der Kooperation des Zielunternehmens zu erlangen. Bei der Unternehmensbesichtigung hat das Due Diligence Team die Möglichkeit, die bisher in der Due Diligence Prüfung und in den Interviews von Management und Mitarbeitern erlangten Informationen zu bestätigen.<sup>107</sup> Das Augenmerk wird dabei in erster Linie auf die Verkehrslage des Betriebes, die Beschaffenheit, Ausnutzung, Ausstattung des Betriebsgeländes und auf das Betriebsgebäude gelenkt.<sup>108</sup> Von großem Vorteil ist es, wenn bei der Unternehmensbesichtigung ein technischer Mitarbeiter über das Werksgelände führt, da dieser alle auftretenden Detail- und Hintergrundfragen bezüglich des technischen bzw. Produktionsbereiches beantworten kann.

---

<sup>106</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 17.

<sup>107</sup> Vgl. Heidinger, Franz J./Albeseder, Werner (Hrsg.) (2001), S. 52.

<sup>108</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 17.

Während der Besichtigung hat das Team die Möglichkeit, sich ein Bild über das Betriebsklima, die Motivation der Mitarbeiter, die Sauberkeit und Ordnung der Arbeitsplätze sowie den Umgang mit Materialien und Maschinen zu machen. Auch können dem Team Symptome auffallen, deren Ursachen dann anschließend recherchiert werden müssen.<sup>109</sup> In Abhängigkeit vom Zielobjekt kann es sinnvoll sein, neben Produktions-, Lager- und Vertriebsstätten auch ausgewählte Vertriebsgesellschaften, Niederlassungen oder Filialen zu besuchen. Eine Betriebsbesichtigung kann die Aussagen des Managements ergänzen, relativieren oder deren Subjektivität aufdecken. Generell bietet eine Unternehmensbesichtigung dem Due Diligence Team eine große Chance, den alltäglichen Arbeitsablauf des Unternehmens kennenzulernen und einen unmittelbaren Einblick in die Firmenabläufe zu erlangen. Eine weitere interne Informationsquelle der Due Diligence ist der Dataraum.

#### 4.1.1.2 Der Dataraum

Da in der Regel kein Interesse der Gesellschaft daran besteht, den Erwerbsinteressenten unkontrolliert in ihre Geschäftsräume zu lassen, wird normalerweise ein sogenannter Dataraum (Data Room) bereitgestellt, in dem die mit der Due Diligence befassten Personen Einsicht in die von ihnen benötigten Dokumente nehmen können. Es handelt sich bei diesen Dokumenten sowohl um interne, nicht öffentlich zugängliche Informationen wie Verträge und firmeninterne Dokumente, aber auch um externes Material wie Vergleichspreislisten der Konkurrenz oder Marktforschungsdaten.<sup>110</sup>

Der Data Room hat **zwei große Vorteile**. Der erste ist, dass die geplante Transaktion gegenüber den Mitarbeitern möglichst lange geheim bleibt und zweitens erlaubt der Data Room dem Vorstand der Zielgesellschaft gezielt die Informationen herauszugeben, deren Offenbarung ihm vertretbar erscheinen.

Die Regeln für die Benutzung des Data Rooms (Data Room Procedure) legt der Verkäufer fest, allerdings müssen diese dem Käufer selbstverständlich vorher mitgeteilt werden. Zu diesen Regeln zählen beispielsweise die Dauer der Nutzungsmöglichkeit des Data Rooms, die Höchstzahl der zugelassenen Mitarbeiter und Berater, die zeitgleich Einsicht in die Bücher nehmen dürfen, sowie die Zulässigkeit von Abschriften

---

<sup>109</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 17.

<sup>110</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 23.

bzw. Kopien.<sup>111</sup> Je nachdem, wie vertraulich die Informationen sind, kann dem Erwerbsinteressenten und seinen Beratern entweder gestattet werden, Fotokopien von den Dokumenten anzufertigen oder lediglich Einsicht in diese zu nehmen.

Der Data Room wird zumeist im zu untersuchenden Unternehmen eingerichtet, da die Mehrzahl der Dokumente ohnehin dort untergebracht ist. Eine **gewisse Sensibilität** des Due Diligence Teams gegenüber den Mitarbeitern des Unternehmens ist daher unabdingbar. Sonst könnten diese die Untersuchung als belastend oder gar als Gefährdung ihres Arbeitsplatzes verstehen. Es ist daher empfehlenswert gewisse Untersuchungen, wenn möglich, außerhalb der normalen Arbeitszeiten zu absolvieren, um die Beeinflussung des normalen Geschäftsbetriebes zu minimieren.<sup>112</sup>

#### 4.1.1.3 Befragung der Geschäftsführung und der Mitarbeiter

Das Gespräch mit dem Management und den Mitarbeitern dient in erster Linie zur Bestätigung und Vertiefung der bis zu diesem Zeitpunkt gesammelten Informationen. Auch können eventuell noch Lücken im Informationsstand der Erwerberseite gefüllt werden und die Einstellung der Mitarbeiter der Zielgesellschaft zu einer möglichen Transaktion getestet werden.<sup>113</sup> Gerade für das Gespräch mit dem Management ist ein vorher ausgehändigter Fragenkatalog ein nützliches Mittel, das Interview möglichst reibungslos und effizient zu gestalten. Es ist allerdings davon auszugehen, dass das Management die benötigten Informationen nur sporadisch preisgibt. Dies liegt vor allem daran, dass die Geschäftsführungsorgane aufgrund ihrer allgemeinen Förderpflicht über vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft (Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse) die ihnen im Rahmen ihrer Tätigkeit bekannt geworden sind, Stillschweigen zu bewahren haben.<sup>114</sup>

„Für **Vorstände einer Aktiengesellschaft** ist dies in §93 Abs.1 S. 2 AktG ausdrücklich gesetzlich vorgeschrieben. Verstößen Vorstände gegen ihre Schweigepflicht, machen sie sich schadensersatzpflichtig (§39 Abs.2 AktG). Entsprechendes gilt für den **Geschäftsführer einer GmbH** gem. § 43 Abs.1 i.V.m. Abs. 2 GmbHG. Die Befugnis über die Weitergabe der Gesellschaftsgeheimnisse liegt beim Geheimnisträger.

<sup>111</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1003.

<sup>112</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 24.

<sup>113</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 17.

<sup>114</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1008.

Geheimnisträger ist im Rahmen eines Unternehmenskaufs die Zielgesellschaft (Target) selbst.“<sup>115</sup>

Die direkte Befragung und Auditierung von Führungskräften und sonstigen Schlüsselpersonen des zu erwerbenden Unternehmens stoßen häufig auf Bedenken auf Seiten der Verkäufer. Deshalb sind diese Befragungen auch Kernstück der Human Resources Due Diligence Untersuchung. Ihre Gewichtigkeit wird allerdings häufig unterschätzt. Dem Erwerber ist dringend anzuraten nicht darauf zu verzichten und eventuell auch bei der Festlegung des Audit-Teilnehmerkreises Kompromisse einzugehen. Die Interviews können, wenn dies gewünscht wird, auch im Beisein eines Beraters der Verkäuferseite erfolgen.<sup>116</sup>

In vielen Gesprächen wird ein tiefer Einblick in die Führungskultur, die angewandten Führungsinstrumente, die Kommunikation der Unternehmensleitung und den Informationsstil im Unternehmen gewonnen.<sup>117</sup> Weniger Probleme mit diesem heiklen Thema wird es geben, wenn von vorn herein klar ist, dass das Management übernommen wird, denn dann ist dieses daran interessiert die Transaktion ohne Reibungen zu vollziehen.

Da die oberste Aufgabe des Managements die Führung des Unternehmens ist und dies auch während der Due Diligence, ist es sinnvoll auch die **mittlere Führungsebene** zu befragen. Diese ist oftmals durch die Informationsbereitstellung stärker mit der Due Diligence betraut als das Management. Auch können detailliertere Fragen zu bestimmten Themen den entsprechenden Verantwortlichen gestellt werden.<sup>118</sup> Die Befragung der Mitarbeiter ist nur dann ratsam, wenn diese nicht über die bevorstehende Transaktion und der damit verbundenen Due Diligence informiert sind. Denn sonst besteht die Gefahr, dass die Angestellten aus Angst um ihren Arbeitsplatz die Absicht verfolgen mit ihren Aussagen den Verkauf zu verhindern.

#### 4.1.2 Externe Informationsquellen

Neben den Informationsquellen, die im direkten Kontakt mit der Zielgesellschaft liegen, werden externe Informationsquellen zur Vorbereitung der Meetings mit der

---

<sup>115</sup> Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1008.

<sup>116</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 133.

<sup>117</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 134.

<sup>118</sup> Vgl. Heidinger, Franz J./Albeseder, Werner (Hrsg.) (2001), S. 101.

Zielgesellschaft, zur Verifizierung der von der Zielgesellschaft erhaltenen Informationen und zur ergänzenden Information genutzt.<sup>119</sup>

Als Quellen können beispielsweise Auskünfte Unternehmensexterner sowie Publikationen, die sich spezifisch auf das Unternehmen beziehen oder Artikel aus der freien Presse dienen. Zu den öffentlich verfügbaren Publikationen des Unternehmens gehören die aufgrund handels- und publizitätsgesetzlicher Verpflichtung veröffentlichten **Jahres- und Konzernabschlüsse**, Lageberichte sowie Geschäftsberichte. Auskünfte Unternehmensexterner im Rahmen von Befragungen können insbesondere von Kreditinstituten, den Wirtschaftsprüfern, dem rechtlichen Beistand sowie von den wichtigsten Lieferanten, Debitoren und Wettbewerbern eingeholt werden.<sup>120</sup>

Allerdings ist es nicht immer ganz einfach, an diese Informationen auch zu gelangen, denn die Gespräche mit Banken, dem Wirtschaftsprüfer oder dem Anwalt setzen ausnahmslos das Einverständnis des Verkäufers voraus.<sup>121</sup>

## 4.2 Instrumente der Due Diligence

### 4.2.1 Checklisten bei der Durchführung einer Due Diligence

Das zentrale Hilfsmittel zur Festlegung des Prüfungsprogramms und der Durchführung der Due Diligence sind die Checklisten. In Ihnen, sind mehr oder weniger detailliert, die zu prüfenden Objekte sowie die auszuführenden Prüfungshandlungen abgefasst. Allgemein bieten Checklisten folgende Vorteile:

- Zeitersparnis,
- Leitfaden für Berufsanfänger,
- Sicherheit, dass keine wesentlichen Aspekte übersehen wurden,
- Erleichterung einer übersichtlichen Darstellung,
- Möglichkeit der ständigen Verbesserung,
- Aufdeckung von Mängeln.<sup>122</sup>

---

<sup>119</sup> Vgl. Jillson, Robert (1992), S. 12.

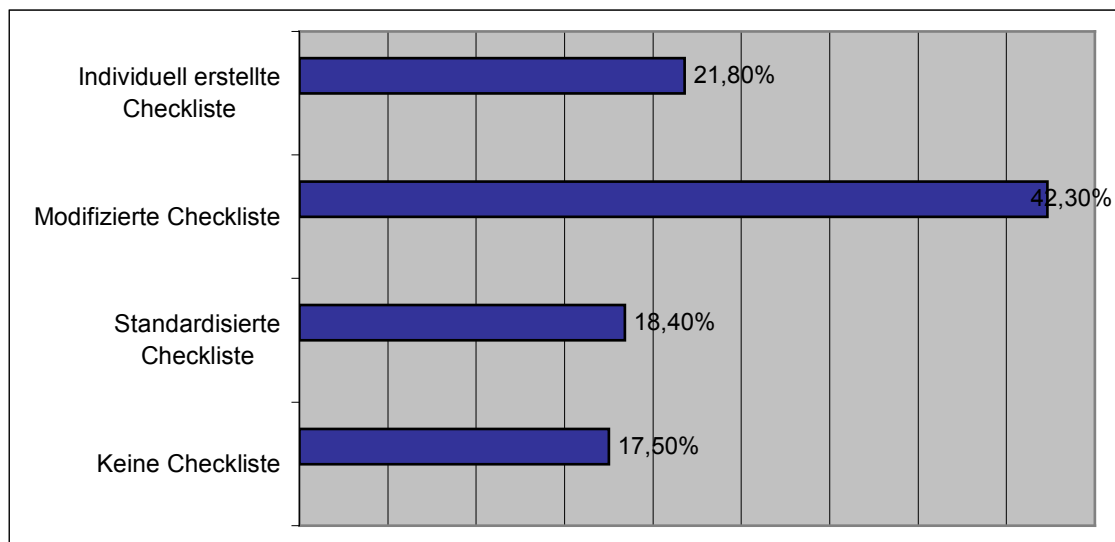
<sup>120</sup> Vgl. Jillson, Robert (1992), S. 14.

<sup>121</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 128.

<sup>122</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 133.

Bei der Beurteilung der Zweckmäßigkeit von Checklisten treten aber häufig unterschiedliche Standpunkte auf. So bringen insbesondere die standardisierten Checklisten einige Probleme mit sich. Aufgrund ihrer Allgemeingültigkeit erfassen sie eine Vielzahl von Positionen, die entweder für das Käuferunternehmen oder für die Akquisitionssituation unwesentlich sein können. Durch diese fehlende Risikoorientierung können sie den besonderen Problembereichen eines jeden Unternehmens nicht Rechnung tragen.<sup>123</sup>

Die Checklisten unterscheiden sich zwischen standardisierten, modifizierten und individuell erstellten. Die folgende Abbildung veranschaulicht dies unter Einbeziehung des Verbreitungsgrades.



**Abb. 5: Der Verbreitungsgrad der Checklisten bei Due Diligence Prüfungen in Prozent**

Quelle: in Anlehnung an: Berens, Wolfgang/Strauch, Joachim (2002), S. 85

Die Abbildung zeigt deutlich, dass den modifizierten Checklisten die größte Bedeutung beigemessen wird, die standardisierten Checklisten müssen daher in Abhängigkeit mit den konkreten Bedürfnissen des jeweiligen Falls gekürzt, ergänzt oder völlig verändert werden.<sup>124</sup>

Die der jeweiligen Situation angepassten Checklisten dürfen das Können und das Mitdenken der Teammitglieder nicht durch ein zu starres Gebilde unterdrücken.

<sup>123</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 133.

<sup>124</sup> Vgl. Harrer, Herbert (1993) in DStR 45/1993, S. 1673.

Checklisten sind daher immer nur eine Anleitung zur Selbsthilfe, die dem Prüfer das eigene Nachdenken nicht abnimmt.

#### **4.2.2 Sonstige Instrumente der Due Diligence und weitere Tools**

Auch wenn die Verwendung von Checklisten bei einem Verbreitungsgrad von 82,5% als allgemeiner Standard bezeichnet werden kann, gibt es noch diverse andere Instrumente, die im Rahmen der Informationsbeschaffung, -aufbereitung und -analyse zum Einsatz kommen.<sup>125</sup> Folgende Instrumente und Tools kommen - neben den Checklisten - noch bei einer Due Diligence Prüfung zum Einsatz.

- Planungs- und Bewertungsprogramme (Simulations-, Szenario- und Sensitivitätsanalysen),
- Analysetechniken,
- Internet/Intranet,
- Excel/Office,
- Wirtschaftlichkeitsrechnung,
- Interview/Marktforschung,
- Benchmarking.<sup>126</sup>

Diese Auflistung korrespondiert mit den Veröffentlichungen der betriebswirtschaftlichen Literatur zum Thema Due Diligence.

#### **4.3 Prüfungsgebiete**

Bei der Durchführung einer Due Diligence Prüfung werden diverse Gebiete der Betriebswirtschaft von den Mitarbeitern des Käufers bearbeitet.

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die Zuordnung des eingesetzten Personals für die nachfolgend aufgeführten Prüfungsgebiete sowie die jeweils wichtigsten Informationsquellen. Anschließend werden die einzelnen Prüfungsgebiete vorgestellt.

---

<sup>125</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Strauch, Joachim (2002), S. 86.

<sup>126</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Strauch, Joachim (2002), S. 87.



<b>Prüfungsgebiete</b>	<b>Beteiligte Mitarbeiter des Käufers und Externe</b>	<b>Wichtige Informationsquellen</b>
Rechnungswesen und Steuern	Leiter Rechnungswesen, Controlling, Interne Revision, Wirtschaftsprüfer/ Steuerberater	Data-Room
Strategie- und Finanzplanung	Teamleiter, Controlling/ Strategische Planung, Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer	Managementgespräche, Planungsrechnungen
Management und Personal	Teamleiter, Personalabteilung, Unternehmensberater	Interviews, Betriebsbesichtigung
Organisation und Informationssysteme	Teamleiter, EDV, Interne Revision	Data-Room, Gespräche mit dem Management
Recht und Umweltrisiken	Rechtsabteilung, Techniker, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Umweltsachverständige	Betriebsbesichtigung, Behörden
Branchenstruktur und Leistungsprogramm	Teamleiter, Marketing/ Vertrieb, Controlling	Gespräche mit Kunden, Lieferanten, Marketingleitung, Konkurrenzanalyse
Produktion	Techniker aus der Produktion, Technische Sachverständige	Betriebsbesichtigung, Gespräche mit dem Produktionspersonal

**Tab. 2: Personalzuordnung und Informationsquellen für die Prüfungsgebiete**

Quelle: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 145

#### **4.3.1 Prüfungsgebiet Rechnungswesen und Steuern**

Bei der Prüfung des Rechnungswesens und der Steuern wird im Bereich des Rechnungswesens dessen Ordnungsmäßigkeit durch die Auseinandersetzung mit dem Buchführungs- sowie dem Berichtssystem und dem internen Kontrollsystem (IKS) überprüft. Dadurch soll eine möglichst detaillierte Vermögens- Finanz- und Ertragslage der Zielgesellschaft sowohl in der Vergangenheit, als auch der Gegenwart dargestellt

werden.<sup>127</sup> Erst im Anschluss daran kann die Aussagefähigkeit der Rechnungslegung vor dem Hintergrund des beabsichtigten Eigentümerwechsels beurteilt werden.

Erleichtert wird die Arbeit des Due Diligence Teams, 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,<sup>128</sup> als auch die Management Letter des Wirtschaftsprüfers eingesehen werden.<sup>129</sup>

Bei der immer stärker aufkommenden Globalisierung des Akquisitionsmarktes, hat sich der Käufer insbesondere mit den unterschiedlichen Rechnungslegungsgrundsätzen (US-GAAP, IAS) zu beschäftigen. Dadurch lassen sich wichtige Einblicke in die angewandten Bilanzierungstechniken gewinnen und Schwachstellen des Rechnungswesens erkennen.<sup>130</sup> Ist die formale Ordnungsmäßigkeit des Rechnungswesens festgestellt, sollte geprüft werden, in wie weit sich Modifikationen durch den Eigentümerwechsel ergeben, die in den Jahresabschlüssen bislang nicht abgebildet wurden.

Diese Aspekte können eine Umstellung der Rechnungslegung auf die Bilanzierungsrichtlinien der neuen Muttergesellschaft sowie erhöhten Anforderungen an das Rechnungswesen infolge der **Anpassung an das Rechnungswesen des Käuferunternehmens** betreffen (Ermittlung des zusätzlichen Personalbedarfs für die Erstellung von Konzernabschlussunterlagen, einheitliche Bilanzierung und Bewertung, Anforderungen an die Informationsbedürfnisse durch ein ausführliches Berichts- und Planungswesen). Im Bereich der Steuern werden noch ausstehende Steuerzahlungen durch Prüfung der Steuererklärungen und Betriebsprüfungsberichte ermittelt. Auch werden die noch nicht durch Betriebsprüfungen abgedeckte Jahre untersucht, um einer Haftung der Steuerverbindlichkeiten durch den Käufer entgegenzuwirken.<sup>131</sup>

---

<sup>127</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 136.

<sup>128</sup> Die Arbeitspapiere sind Eigentum des Wirtschaftsprüfers und müssen dem Auftraggeber nicht offen gelegt werden.

<sup>129</sup> Vgl. Jaensch, Günter (1989), S. 336. Bei einem Management Letter handelt es sich um ergänzende Bemerkungen zum Prüfungsbericht und Verbesserungsvorschläge an die Organe der zu prüfenden Gesellschaft durch den externen Prüfer.

<sup>130</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 146-148.

<sup>131</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 147.

### 4.3.2 Prüfungsgebiet Strategie und Finanzplanung

Ein weiteres Prüfungsgebiet ist die Strategie- und Finanzplanung. Noch bevor sich der Erwerber mit der Analyse der Strategie des Target befasst, muss entschieden werden, ob das bisherige Konzept im Wesentlichen unverändert umgesetzt werden soll oder ob ein neues Führungskonzept angestrebt wird.<sup>132</sup>

Ausgangspunkt einer jeden strategischen Tätigkeit ist die Formulierung einer übergreifende **Vision** oder **Leitidee** eines Unternehmens. Die Vision ist eine für das Unternehmen längerfristig gültige und vorausblickende Aussage bezüglich einer zukünftigen Positionierung. Eine Vision sollte möglichst einfach formuliert sein und die allgemeinen Grundsätze hinsichtlich der unternehmenseigenen Wertvorstellungen, der Kultur und Philosophie transferieren. Zur Formulierung der Vision sind die Interessen der Stakeholder<sup>133</sup> zu berücksichtigen.<sup>134</sup> Das Shareholderinteresse richtet sich in der Regel auf das Erreichen eines möglichst hohen Unternehmenswertes und einer hohen Gewinnausschüttung.<sup>135</sup> Gerade bei Mergers & Acquisitions sollte die Optimierung der Wertsteigerung oberste Priorität genießen.<sup>136</sup>

Nach Überprüfung der Verschmelzungsmöglichkeiten der Vision des Zielunternehmens und der des Käufers stehen detaillierte Überlegungen zur Zukunftserfolgsplanung an. Insbesondere, wenn der Erwerber nicht mit den notwendigen Kenntnissen über die Branche ausgestattet ist, kann davon ausgegangen werden, dass das Management des Zielunternehmens über bessere Prognosefähigkeiten verfügt als die des Käufers. Aus diesem Grunde steht die Prüfung der Zuverlässigkeit des Planungsprozesses im Vordergrund der Due Diligence.<sup>137</sup>

### 4.3.3 Prüfungsgebiet Management und Personal

Erst seit den letzten Jahren vertritt die Literatur die Auffassung, dass die Beurteilung des Managements und der Mitarbeiter des Targets eine sehr große Bedeutung für den

<sup>132</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 150.

<sup>133</sup> Unter Stakeholder werden alle Gruppen die Interessen an einer Unternehmung haben verstanden. Der aus dem angelsächsischen Sprachraum stammende Begriff kann demnach mit Interessenthaler übersetzt werden.

<sup>134</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 86.

<sup>135</sup> Auf börsennotierte Unternehmen übertragen, bedeutet optimale Wertsteigerung für die Aktionäre eine maximale Aktienkursentwicklung und eine größtmögliche Dividendenauszahlung.

<sup>136</sup> Vgl. Burger-Calderon, Martin (1991), S. 338f.

<sup>137</sup> Die daran beteiligten Experten setzen sich zusammen aus dem Teamleiter, der Controllingabteilung, Unternehmensberatern und/oder Abschlussprüfern vgl. dazu Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1014.

Erfolg oder Misserfolg einer Übernahme besitzt. Mit dieser Problematik beschäftigt sich die Human Resources und Cultural Due Diligence.

„Problemfelder einer solchen Human Resources und 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 (Integrationsrisiken durch Kultur-Misfits).“<sup>138</sup>

Die besondere Schwierigkeit bei diesem Prüfungsgebiet ist es, vor allem die weichen Faktoren des Personal- und Sozialwesens einzuschätzen und zu bewerten. Diese Faktoren dürften für den Akquisitionserfolg aber mindestens genauso wichtig sein, wie die Bereiche der Personalplanung oder der Entgeltpolitik.

Neben der isolierten Betrachtung des Managements und des Mitarbeiterstammes bezüglich ihrer Einstellung gegenüber dem Käuferunternehmen, sofern die Umsetzung einer gemeinsamen Strategie und Synergien angestrebt wird, ist die **Kompatibilität der Unternehmenskulturen** zu überprüfen.<sup>139</sup>

Denn die Unterschiede in der Terminologie und den Normen zwischenmenschlichen Verhaltens können die Kommunikation beeinträchtigen und arbeitsfähige Beziehungen schwer erreichbar machen.

#### 4.3.4 Prüfungsgebiet Organisation und Informationssysteme

Bei der Prüfung der Organisation und der Informationssysteme des Zielunternehmens wird im Bereich der Organisationsprüfung vor allem die Wirtschaftlichkeit der Aufgabenerledigung festgestellt. Dies geschieht durch Einsicht der Organisationshandbücher, Stellenbeschreibungen, Funktionsdiagramme und anhand eigener Beobachtungen. So kann relativ schnell festgestellt werden, ob die bevorstehende Organisation für die Erreichung der Ziele geeignet ist.<sup>140</sup>

Im Bereich der Informationssysteme werden die Systeme aufgenommen und hinsichtlich der Integration in das Käuferunternehmen überprüft. Ebenso werden die

---

<sup>138</sup> Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 151.

<sup>139</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 153.

<sup>140</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 155.

Verträge für die vorhandene Software und Hardware im Hinblick ihrer Kompatibilität zu der des Käuferunternehmens beurteilt.<sup>141</sup>

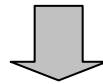
#### 4.3.5 Prüfungsgebiet Recht und Umweltrisiken

Im Bereich der Rechtsprüfung wird neben dem rechtlichen Bestand auch die Struktur der Gesellschaft, privatrechtliche Vereinbarung mit Angestellten der Gesellschaft und Dritten sowie die Beziehung zu öffentlich rechtlichen Stellen geprüft. So werden die rechtlichen Verflechtungen der Gesellschaft im Innen- und Außenverhältnis transparent gemacht und analysiert. Aber auch die Ausarbeitung des Vertragswerkes und die Prüfung der darin gemachten Annahmen fallen in diesen Aufgabenbereich.<sup>142</sup>

Die Durchführung einer Umwelt Due Diligence gliedert sich in drei verschiedene Phasen. Sie unterscheiden sich in ihrem Detaillierungsgrad, in den Informationsquellen und der Art der involvierten Experten.<sup>143</sup>

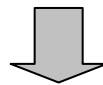
##### 1. Phase

Gegenstand ist die Identifikation von umweltsensiblen Bereichen durch Sichtung von Dokumenten, Interviews und einer Betriebsbesichtigung.



##### 2. Phase

In der **zweiten Phase** werden die gewonnenen Informationen näher eingegrenzt und konkrete Untersuchungen vereinbart.



##### 3. Phase

Im Rahmen der **dritten Phase** werden dann von hinzugezogenen Sachverständigen vor Ort die physikalischen und biologischen Untersuchungen durchgeführt und Gutachten erstellt. In jedem Fall sollte die dritte Phase vor Vertragsunterzeichnung durchgeführt worden sein, da bei der Aufdeckung negativer Umstände der Kaufpreis herabgesetzt werden sollte.

<sup>141</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (1999), S. 48.

<sup>142</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 156.

<sup>143</sup> Alle Phasen vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 158.

## **4.4 Die Dokumentation und Berichterstattung im Prüfungsverlauf einer Due Diligence**

### **4.4.1 Die Funktionen**

Da während der gesamten Due Diligence Prüfung viele Informationen gesammelt und aufbereitet werden, fällt der Berichterstattung ein große Bedeutung zu.

Im Einzelnen hat die Dokumentation folgende Funktionen zu erfüllen:

#### **1. Planung und Koordination**

Der erste Schritt sollte in der schriftlichen Fixierung des Prüfungsprogramms und der Teilreviews bestehen. Das Ziel sollte sein, dass alle Beteiligten der Prüfung über den Auftrag und die Aufteilung informiert sind.

#### **2. Kommunikation**

Um die ausgearbeiteten Ergebnisse zu kommunizieren, dienen in erster Linie schriftlich abgefasste Berichte und Gutachten, die an die einzelnen Bereiche weitergeleitet werden.

#### **3. Überwachung**

Anhand der Unterlagen können die verantwortlichen Prüfer jederzeit den genauen Stand der Due Diligence überwachen.

#### **4. Entscheidungsgrundlage**

Sind alle relevanten Daten vollständig erfasst, sind diese der Geschäftsführung des Käuferunternehmens vorzulegen. Ziel dieses Vorganges ist es, den Entscheidungsprozess transparent zu gestalten.

#### **5. Vertragsausarbeitung**

Sobald der Kauf genehmigt ist, kann der Vertrag mit den Garantienregelungen und Kaufpreisbestimmungen ausgearbeitet werden.

#### **6. Exkulpation**

Der Wirtschaftsprüfer oder Sachverständige muss im Falle des Vorwurfs nicht sorgfältig ausgeführter Pflichterfüllung durch die während der Due Diligence erfolgte Dokumentation seine durchgeführten Arbeiten nachweisen.<sup>144</sup>

---

<sup>144</sup> Alle sechs Funktionen bezüglich der Dokumentation vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 162.

#### 4.4.2 Der Umfang der Berichterstattung

Die Form der Berichterstattung gibt der Auftraggeber vor und sollte im Auftrag genau beschrieben werden.<sup>145</sup> Je nach Vereinbarung mit dem Auftraggeber kann die Berichterstattung in Form eines Kurzberichts oder in Form eines ausführlichen Due Diligence Berichts erfolgen. Der Umfang der Berichterstattung bemisst sich an den Wünschen des Auftragsgebers, der Informationslage und der jeweiligen Transaktionsphase.<sup>146</sup>

#### 4.4.3 Die Arbeitspapiere der Due Diligence Prüfung

Zu den Arbeitspapieren gehören hauptsächlich alle schriftlichen Dokumente, welche die Planung, die Durchführung sowie die Ergebnisse von Arbeitsschritten dokumentieren.<sup>147</sup> Im Einzelnen sind dies Checklisten, Arbeitsanweisungen, Notizen sowie Kopien von Unterlagen, die von der Zielgesellschaft zur Verfügung gestellt wurden.<sup>148</sup>

#### 4.4.4 Die Due Diligence Memoranden

Wenn, von den in den Arbeitspapieren enthaltenen Informationen, die wichtigen von den weniger wichtigen Informationen selektiert werden und für den Empfänger des Berichts aufbereitet werden, erhält man das Due Diligence Memorandum.

Dabei handelt es sich um einen schriftlichen Kurzbericht, in dem die Projektfortschritte, Ergebnisse einzelner Teilreviews sowie die zusammengefassten mündlichen Informationen gesammelt werden. Teilweise gehören zu diesem Kurzbericht auch die Gutachten von Sachverständigen. Auf der Basis der Memoranden werden die Verhandlungen geführt und die Entscheidungen getroffen.<sup>149</sup> Das Ziel ist die **frühzeitige Erkennung von Schwachstellen und kritischer Bereiche**, um den Due Diligence Prozess in diese Richtung zu steuern und eventuell neue Schwerpunkte zu

---

<sup>145</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 25.

<sup>146</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1014.

<sup>147</sup> Zu Funktionen, Form und Inhalt von Arbeitspapieren vgl. IdW PS 460 (2000).

<sup>148</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 163.

<sup>149</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 163.

setzen. Werden Problemstellen entdeckt, werden im Memorandum erste Vorschläge zur Lösung und zur weiteren Vorgehensweise erwähnt.<sup>150</sup>

#### **4.4.5 Das Due Diligence Kompendium**

Den Abschluss des Dokumentationsprozesses bildet das Kompendium, das auch Due Diligence Report genannt wird. Dieser bildet den umfassendsten Bericht, der alle Basisdaten, sachdienlichen und einschlägigen quantitativen wie qualitativen Sachverhalte, Analysen sowie Schlussfolgerungen in für Dritte nachvollziehbarer Weise enthält.<sup>151</sup> Der Due Diligence Report könnte wie folgt gegliedert werden:<sup>152</sup>

##### **I. Basisdaten**

- Benennung des Auftraggebers, des Auftrags, des Anlasses und der Analyseschwerpunkte
- Vorgehensweise bezüglich des Bewertungsverfahrens
- Funktion des Gutachters
- Verfügbarkeit und Qualität der Ausgangsdaten

##### **II. Berichte der Untersuchungsergebnisse für die Teilbereiche der Due Diligence**

- Allgemeine Informationen
- Finanzielle Due Diligence
- Steuerliche Due Diligence
- Rechtliche Due Diligence
- Umwelt Due Diligence
- Kulturelle Due Diligence

##### **III. Zusammenfassende Bewertung und Empfehlungen**

- Ergebnisse und Schlussfolgerungen
- Chancen- und Risikopotenziale
- Rechnerische Werteermittlung und Kaufpreisermittlung
- Übereinstimmung der Akquisitionsziele des Auftragsgebers mit der Bewertung des zu untersuchenden Unternehmens

---

<sup>150</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 164.

<sup>151</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 26.

<sup>152</sup> Alle Gliederungspunkte bezüglich des Due Diligence Reports vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 27.



- Lösungsvorschläge und Empfehlungen
- Möglichkeiten der Integration des zu untersuchenden Unternehmens

#### **IV. Anlagen**

- Letter of Intent
- Auftragsbestätigung
- Vollständigkeitserklärung
- Sonstige bedeutsame Dokumente
- Kaufvertrag

Das gesamte Kompendium sollte in einer Abschlussbesprechung des Due Diligence Teams verabschiedet werden, um sicher zu gehen, dass jeder Beitrag angemessen in dem Bericht berücksichtigt wird. Von einem standardisierten Vorgehen bei der Berichterstattung sollte abgesehen werden, vielmehr sollte sich an dem Verlauf der Due Diligence Prüfung orientiert werden.<sup>153</sup>

### **5 Financial Due Diligence**

#### **5.1 Einführung in die Financial Due Diligence**

Nachdem in dem vorherigen Kapitel die Grundlagen für die weiteren Ausführungen geschaffen wurden, soll im Anschluss auf einen wichtigen Bereich der Due Diligence eingegangen werden. Im Rahmen des gesamten Spektrums möglicher Due Diligence Untersuchungen nimmt der Teilbereich der Financial Due Diligence einen besonderen Stellenwert ein. Es versteht sich von selbst, dass ein potentieller Käufer bestrebt ist, vom Kaufobjekt (Zielunternehmen) ein möglichst detailliertes Bild u.a. im Hinblick auf die finanzielle Situation noch vor Abschluss des Kaufvertrages zu erhalten.<sup>154</sup> Empirische Untersuchungen zeigen, dass bei der Betrachtung der verschiedenen Due Diligence Teilgebiete die Financial Due Diligence am weitesten verbreitet ist. Dies ist nicht weiter erstaunlich, befasst sie sich doch letztendlich mit dem Kern, der Abbildung des Unternehmens in finanzielle Daten.

---

<sup>153</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 164.

<sup>154</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 49.

### 5.1.1 Begriff und Ziel der Financial Due Diligence

Bei der Financial Due Diligence werden die externen und internen Rechenwerke sowie Planungsrechnungen des zu untersuchenden Unternehmens (oft in Übersetzung des englischen Begriffes „Target“ auch Zielunternehmen genannt) einer Analyse unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten unterzogen.<sup>155</sup>

Die Financial Due Diligence, als Bestandteil des allgemeinen Review-Prozesses bei der Transaktion von Unternehmen, beschafft Informationen, die dem Käufer als Ausgangspunkt für ein besseres Verständnis der finanziellen Situation und für die Bewertung des Unternehmens dienen.<sup>156</sup>

Die allgemeinen Ziele der Due Diligence wie Überwindung von Informationsasymmetrien, Ermittlung des Unternehmenswertes und Kaufpreises, Dokumentationsfunktion etc. treffen selbstverständlich auch auf die Financial Due Diligence zu.

Der wesentliche Bestandteil der Financial Due Diligence liegt aber in der detaillierten Darstellung der **Vermögens- Finanz- und Ertragslage** des Unternehmens. Daher liegt der besondere Fokus der Financial Due Diligence darauf, den Entscheidungsträgern auf Seiten der potentiellen Erwerber die für die geplante Transaktion relevanten Informationen hinsichtlich der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage und den darauf aufbauenden Planungsrechnungen zu liefern und die wesentlichen Feststellungen (Deal Issue) anschaulich aufzuarbeiten.<sup>157</sup>

Der Arbeitsablauf bei einer Financial Due Diligence ist selbstverständlich an die jeweiligen Besonderheiten des Zielunternehmens (Standort, Markt, Wettbewerb, Branche) anzupassen.

---

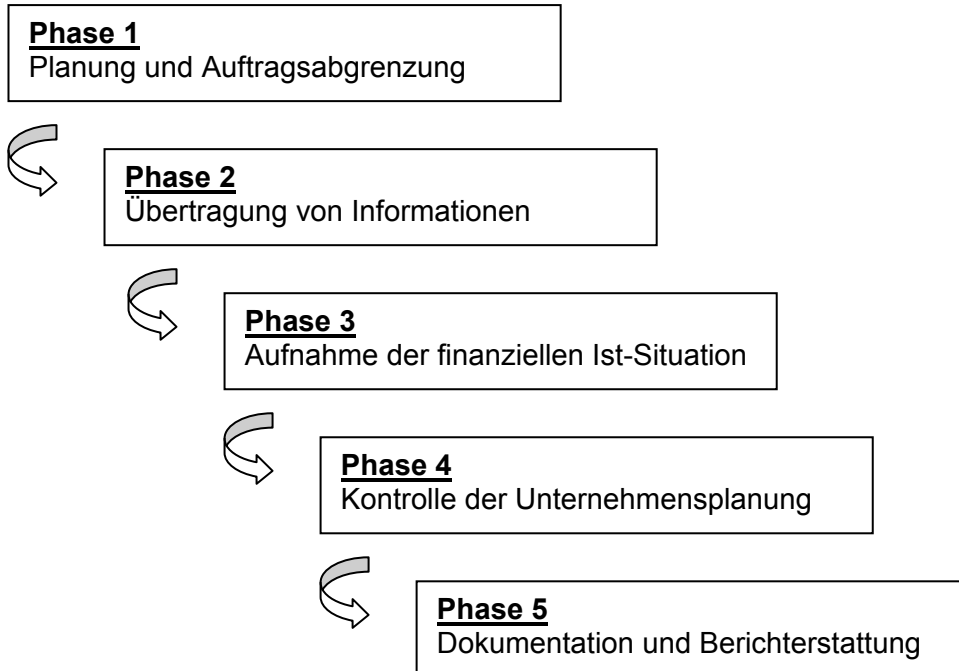
<sup>155</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 374.

<sup>156</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 56. Eine andere Meinung vertritt hierzu Barthel, Arndt, DStZ (1999), S. 78. Hier wird die Due Diligence in Abgrenzung zur Unternehmensbewertung als strikt gegenwartsbezogen definiert.

<sup>157</sup> Vgl. Wagner, Wolfgang/Russ, Wolfgang (2002), S.1026.

### 5.1.2 Der Ablauf einer Financial Due Diligence

Der Ablauf einer Financial Due Diligence kann in fünf verschiedene Phasen unterteilt werden.



#### Phase 1: Planung und Auftragsabgrenzung

Bevor der Due Diligence Auftrag angenommen wird, sind erste Informationen über das Target und das Auftragsziel des Auftraggebers zu sammeln.

Das Ziel dieser Vorgehensweise besteht darin, sich ein erstes Bild vom Unternehmen und der erforderlichen Sachkompetenz des Auftraggebers zu machen. Spätestens mit der Auftragsannahme müssen die durchzuführenden Arbeiten eindeutig eingegrenzt worden sein. Um eventuelle spätere Unklarheiten zu vermeiden, kann es zweckmäßig sein, den Inhalt des Auftrages negativ abzugrenzen.

#### Phase 2: Übertragung von Informationen

In Phase zwei wird beabsichtigt, dass alle Personen die an der Prüfung beteiligt sind, weitere Basis- und Detailinformationen erhalten. Dies sind neben den öffentlichen Informationen, allgemeine Beschreibungen der Transaktion, Informationen aus den Gesprächen mit dem Auftraggeber, der Zeitplan usw.. Die weiteren Teilaufgaben werden an der Gesamtaufgabe und den Fähigkeiten der Teammitglieder orientiert, verteilt.

### **Phase 3: Aufnahme der finanziellen Ist-Situation**

Diese Phase der Analyse unterzieht die Jahresabschlüsse und die interne Dokumentation des Zielunternehmens einer sorgfältigen Prüfung.

„Es werden regelmäßig sowohl die Bilanzen als auch die Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der **Cash-Flow** der letzten zwei bis drei Geschäftsjahre analysiert, wobei die Schwächen und Stärken des Unternehmens, die Risiken und Chancen des Geschäfts und die **kritischen Erfolgsfaktoren** herauszuarbeiten sind.“<sup>158</sup>

### **Phase 4: Kontrolle der Unternehmensplanung**

In dieser Phase werden zukünftige von der Zielgesellschaft erstellte Planungen, Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen kritisch geprüft. Durch die Betrachtung der vergangenen Planungsunterlagen sind das Planungsverhalten und die Planungstreue abzuleiten. Aus der Planungstreue können sich Erkenntnisse über die Wahrscheinlichkeit des Eintritts der zu erwartenden Tatbestände ergeben.

### **Phase 5: Dokumentation und Berichterstattung**

Die Planung und Durchführung der Financial Due Diligence sind im Hinblick auf die **Beweisentlastungsfunktion** bei möglichen Haftungsansprüchen und die Nachweisfunktion für die Dokumentation angemessen in den Arbeitspapieren des Prüfers zu dokumentieren.<sup>159</sup>

Der Due Diligence Report bildet den Abschluss des gesamten Dokumentationsprozesses. Er stellt gut lesbar und explizit alle Grunddaten, Ermittlungen und Empfehlungen der Teammitglieder und die Vorgehensweise bei der gesamten Untersuchung zusammen;<sup>160</sup> dabei sollten die wesentlichen Feststellungen am Anfang des Berichts zusammengefasst werden (Executive Summary).<sup>161</sup>

---

<sup>158</sup> Scott, Cornelia (2001), S. 63.

<sup>159</sup> Alle Phasen bezüglich des Ablaufes einer Financial Due Diligence vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 64.

<sup>160</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 64.

<sup>161</sup> Vgl. Ganzert, Siegfried/ Kramer, Lutz (1995), S. 581.

## 5.2 Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Bei der Financial Due Diligence Analyse der Bilanz eines Unternehmens geht es insbesondere darum, Risiken aufzudecken, die aus dem (z.B. handelsrechtlichen) Jahresabschluss nicht oder nur unzureichend deutlich sichtbar werden. Hierzu zählen selbstverständlich auch die Fragen nach der Überbewertung von Vermögensgegenständen oder der Unterbewertung von Verbindlichkeiten.<sup>162</sup> Das Kapitel 5.2 konzentriert sich auf die Analyse der wesentlichen Positionen einer Bilanz.

### 5.2.1 Analyse ausgesuchter Positionen

#### 5.2.1.1 Grundlagen

Zur generellen Abgrenzung der Bestandteile der Financial Due Diligence in Bezug auf die zugrunde liegenden Analyseunterlagen kann folgende Gegenüberstellung herangezogen werden:

Vermögenslage	⇔	Bilanz
Finanzlage	⇔	Kapitalflussrechnung
Ertragslage	⇔	Gewinn- und Verlustrechnung

Analysiert wird die Vermögenslage eines Unternehmens mit Hilfe der Einsicht in die Bilanz der Zielgesellschaft. Die Bilanzzahlen sowie die Bilanzierungs- und Bewertungskriterien werden auf Verlässlichkeit und Integrität geprüft. Das bedeutet, es dürfen weder Vermögensgegenstände überbewertet noch Verbindlichkeiten und Rückstellungen unterbewertet werden. Die Verlässlichkeit und Integrität der Bilanzierungs- und Bewertungskriterien ist dann gegeben, wenn diese stetig angewandt werden.<sup>163</sup>

Ein Schwerpunkt liegt, wie bereits erwähnt, auf der Untersuchung der angewandten **Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze** der letzten drei Jahre. Diese Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze sind deutlich darzustellen und auf ihre konsistente Anwendung im Zeitraum der Untersuchung zu überprüfen. Würden die

<sup>162</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 75.

<sup>163</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 75.

Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze im Rahmen der gesetzlich zulässigen Wahlrechte unterschiedlich ausgeübt werden, wären die einzelnen Jahre nicht mehr ohne weiteres miteinander vergleichbar. Daher gilt es, solche Veränderungen rechtzeitig zu erkennen und ihre Auswirkungen auf die Bilanzen und auf die Gewinn- und Verlustrechnungen aufzuzeigen.<sup>164</sup>

Ein weiteres Ziel der Bilanzuntersuchung ist die Identifizierung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das nach erfolgter Übernahme realisiert und damit in Liquidität umgewandelt werden kann.<sup>165</sup> Die Vermögensgegenstände sollten dabei unter dem Gesichtspunkt des **Going Concern** Prinzip bewertet werden, dabei ist allerdings kritisch zu hinterfragen, ob ein Vermögensgegenstand in den nächsten Jahren noch tiefgreifend das operative Ergebnis (unter Vernachlässigung außergewöhnlicher Geschäftsvorfälle) unterstützen kann.<sup>166</sup>

„Darüber hinaus erscheint es zumindest bei einer Financial Due Diligence für strategische Investoren, die eine Integration des Zielunternehmens in einen bestehenden Unternehmensverbund planen, sinnvoll und geboten, einen Vergleich mit den Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätzen des Käufers vorzunehmen und die Auswirkungen einer geänderten Bilanzierung zu quantifizieren.“<sup>167</sup>

### 5.2.1.2 Immaterielle Vermögensgegenstände

Als immaterielle (unkörperliche) Wirtschaftsgüter<sup>168</sup> kommen in Betracht: Patente, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Werte, Lizenzen und sonstige Vorteile. Aktivierungsfähige immaterielle Wirtschaftsgüter können nur entstehen, wenn zunächst ein konkreter, für das Unternehmen relevanter Vorteil durch die Ausgabe erlangt worden ist. Eine weitere Voraussetzung ist, dass die Ausgabe einen über mehrere Jahre für das Unternehmen wirksamen greifbaren Nutzen bringt und sich eindeutig und einwandfrei von anderen Aufwendungen abgrenzt. Denn schlussendlich muss ein

<sup>164</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1028.

<sup>165</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/ Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 388.

<sup>166</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 75.

<sup>167</sup> Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1029.

<sup>168</sup> Weder das Handelsrecht noch das Steuerrecht enthalten eine Definition des immateriellen Wirtschaftsgutes. Die Definition für das immaterielle Wirtschaftsgut bezogen auf diese Arbeit wird angelehnt an den Beschluß des Großen Senats des BFH vom 03.02.1969 (BStBl II 1969, 291).

potentieller Erwerber diesen Vorteil auch erkennen und bei der Kaufpreisermittlung berücksichtigen können.<sup>169</sup>

Bei den immateriellen Vermögensgegenständen spielen Patente und Lizenzen eine wichtige Rolle, einerseits unter dem Blickwinkel des Wertansatzes im Hinblick auf eine mögliche Kaufpreisallokation, insbesondere aber im Hinblick auf die Frage, welche zukünftigen Einnahmeströme aus ihnen zu erwarten sind.<sup>170</sup>

Bei der Betrachtung der immateriellen Vermögensgegenstände muss das Prüfungsteam sich des weiteren fragen, welche Ausgaben aktivierungspflichtig und welche wahlweise aktivierbar sind. Im Endergebnis ist festzuhalten, ob Aufwendungen entstanden sind, die unmittelbar als Aufwand abgezogen worden sind oder aber auf Grund der Aktivierungspflicht bzw. -möglichkeit über mehrere Jahre das betriebliche Ergebnis beeinflusst haben.<sup>171</sup> Diese Betrachtung verdeutlicht ein Beispiel aus der Werbebranche. Die Aufwendungen für Werbefeldzüge, deren Kosten bei vielen Unternehmen, vor allem im Konsumgüterbereich, einen beträchtlichen Umfang ausmachen, können zwar nicht aktiviert werden, weil trotz der Entgeltlichkeit nicht genau festgestellt werden kann, ob sich durch die Werbung in der Zukunft ein tatsächlicher Vorteil für das werbende Unternehmen ergeben wird. Der Käufer eines Unternehmens wird allerdings berücksichtigen, dass ein in jüngster Vergangenheit vorgenommener Werbefeldzug, die zukünftigen finanziellen Ergebnisse günstig beeinflussen kann.<sup>172</sup>

### 5.2.1.3 Vorratsvermögen

„Bei der Analyse der Vorräte steht die Identifizierung bilanzieller Risiken durch Untersuchung der Reichweiten, Entwicklung der Wertberichtigungen und physische Inventuren zum Übergangsstichtag im Vordergrund.“<sup>173</sup>

Ein erhöhtes Risiko bei der Prüfung des Vorratsvermögens kann sich dadurch ergeben, dass:

- die Inventurarbeiten unvollständig erfasst worden sind (z.B. Außenlager, Vorräte werden bei Dritten aufbewahrt),

---

<sup>169</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 75.

<sup>170</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 389.

<sup>171</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 75.

<sup>172</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 76.

<sup>173</sup> Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1030.

- die Vorräte sich nicht im Eigentum des Unternehmens befinden,
- große Bestände unterwegs befindlicher Waren vorhanden sind,
- Über- oder Unterbewertungen stattgefunden haben,
- oder die Vorräte unzureichend ausgewiesen werden (z.B. Ersatzteile, erhaltene Anzahlungen).

Sollten dem Prüfungsteam außergewöhnliche Veränderungen der Vorräte (Fertigerzeugnisse) auffallen, könnte die Ursache darin gefunden werden, dass bei

- **gestiegenen Vorräten**  
ein rückläufiger Absatz, erhöhte Lagerproduktion oder unterlassene Personalanpassungen (Kapazitätsabbau) zu verzeichnen sind.
- **gesunkenen Vorräten**  
es zu einem erhöhtem Absatz bei gleich bleibender Produktion, einer Wertminderung durch Preisverfall, einem Auftragsrückgang oder einer verbesserten Auftragsabwicklung gekommen ist.<sup>174</sup>

Bei den Vorräten ist zu untersuchen, ob eine verschobene Rechnungslegung wegen noch fehlender technischer Abnahmen (z.B. im Investitionsgüter-Geschäft), oder eine vorgezogene Rechnungsstellung ohne Risikoübergang, um den Umsatz optisch zu erhöhen (*Parken* von Vorräten bei Dritten), vorliegt.<sup>175</sup>

#### 5.2.1.4 Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände

Das Hauptaugenmerk bei der Prüfung der Forderungen liegt auf der Analyse der Altersstruktur des Forderungsbestandes, der Entwicklungen der Einzel- und Pauschalwertberichtigungen sowie der Analyse der Forderungsausfälle in der Vergangenheit.<sup>176</sup>

Insbesondere sind folgende Bereiche zu untersuchen:

- größere schwebende Geschäfte, die noch von keinem der Vertragspartner erfüllt worden sind. Diese dürfen grundsätzlich nicht aktiviert werden,

---

<sup>174</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 406.

<sup>175</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 407.

<sup>176</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1030.



- zweifelhafte und uneinbringliche Forderungen, Debitorenlaufzeiten und die Zahlungsmoral,
- die allgemeinen Kreditbedingungen des zu übernehmende Unternehmens,
- Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens in ausländischer Währung; sie sind nach dem deutschen Bilanzrecht abzuwerten, wenn zum Bilanzstichtag der Kurs der betroffenen Währung im Vergleich zum Kurs bei Einbuchung gesunken ist,
- Die Abhängigkeit von wenigen Großkunden,
- Die Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen und die vereinbarten Zahlungsbedingungen.<sup>177</sup>

Sollten dem Prüfungsteam außergewöhnliche Veränderungen der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auffallen, könnte die Ursache darin gefunden werden, dass bei

- **gestiegenen Forderungen**  
ein erhöhter Umsatz, ein schlechter Zahlungseingang, eine Verlängerungen der Zahlungsziele oder eine verschlechterte Bonität der Kunden eingetreten ist.
- **gesunkenen Forderungen**  
es zu Wertberichtigungen/Forderungsausfällen gekommen ist, der Umsatz gesunken ist oder die Zahlungsziele verkürzt wurden.<sup>178</sup>

#### 5.1.2.5 Verbindlichkeiten

Die Analyse der Verbindlichkeiten beschränkt sich häufig auf die Begutachtung der ungewöhnlich erscheinenden Positionen.

„Neben der Identifizierung bilanzieller Risiken ist, insbesondere für Finanzinvestoren, die durchschnittliche Kapitalbindung von Bedeutung. Sie beeinflusst die zukünftigen **Cash Flows**, die zur Bedienung der Finanzierung der Transaktion benötigt werden.“<sup>179</sup>

Um eine Auswertung der Darlehensverbindlichkeiten zu erhalten ist eine detaillierte Aufstellung aller Darlehen mit Fälligkeiten und den jeweils gegebenen Sicherheiten und

---

<sup>177</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 78.

<sup>178</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 406.

<sup>179</sup> Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O (2002), S. 1030.

Bürgschaften sowie eine Auflistung der Kreditrahmen erforderlich. Bei den anderen Verbindlichkeiten genügt in der Regel ein Verzeichnis nach Laufzeit der Verbindlichkeit und Bezeichnung der Gläubiger.<sup>180</sup>

Sollten dem Prüfungsteam außergewöhnliche Veränderungen der Verbindlichkeiten auffallen, könnte die Ursache darin gefunden werden, dass bei

- **gestiegenen Verbindlichkeiten**  
eine Verlängerung der Tilgungsfrist eingeführt wurde oder ein erhöhter Bedarf an kurzfristigen Verbindlichkeiten besteht.
  
- **gesunkenen Verbindlichkeiten**  
ein geringerer Bedarf an kurzfristigen Verbindlichkeiten besteht oder ein verkürzter Tilgungszeitraum eingeräumt wurde.<sup>181</sup>

## 5.2.2 Analyse der Finanzlage

### 5.2.2.1 Grundlagen

Die Grundlage der Analyse der Finanzlage bilden die Zahlen der Jahresabschlüsse und Planungsrechnungen des Target der letzten Jahre. Eine Liquiditätsbeurteilung des Unternehmens allein anhand der stichtagsbezogenen Zahlen einer Bilanz reicht nicht aus, um einen wirklichen Einblick zu erhalten.<sup>182</sup> Diese Zahlen bilden die Basis für die Analysen und Prognosen der momentanen Finanzsituation des Unternehmens. Die daraus entwickelten Analysen von **Cash-flow**<sup>183</sup> und **Working Capital**<sup>184</sup> (Netto-Umlaufvermögen) sind für die Betrachtung des Zielunternehmens von immenser Bedeutung. Gerade die Investoren aus dem angloamerikanischen Raum legen größten Wert auf diese Art der Analyse.<sup>185</sup>

---

<sup>180</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 80.

<sup>181</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 406.

<sup>182</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 80.

<sup>183</sup> Cash-flow: Jahresüberschuß/Jahresfehlbetrag plus Abschreibungen plus/minus Veränderungen der Rückstellungen.

<sup>184</sup> Working Capital: Umlaufvermögen minus kurzfristige Verbindlichkeiten. Das Working Capital ist jener Teil des Umlaufvermögens, der durch Eigenkapital oder langfristiges Fremdkapital finanziert und i.d.R. als Zielkennzahl in Prozent vom Umlaufvermögen ausgedrückt wird.

<sup>185</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 80.

### 5.2.2.2 Cash-flow Rechnungen

„Als Cash-flow (CF) wird die Differenz von Ein- und Auszahlungen während einer bestimmten Abrechnungsperiode bezeichnet. Der Cash-flow gibt an, wie sich die liquiden Mittel innerhalb einer Periode entwickelt haben. Je höher der Cash-flow eines Geschäftsjahres ist, desto geringer ist die Gefahr einer Illiquidität und umso günstiger ist die Finanzlage eines Unternehmens.“<sup>186</sup>

Der Hauptzweck des Cash-flow liegt im Aufdecken des finanziellen Überschusses aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Der Cash-flow findet Verwendung:

- für finanzwirtschaftliche Zeitraumanalysen,
- als Indikator für die Innenfinanzierungskraft,
- für die Beurteilung der Verschuldungsmöglichkeiten und
- als Orientierungsgröße für die Bewertung der Ertragskraft.<sup>187</sup>

Aufbauend auf der Analyse der Ertragslage und der Analyse der Vermögens- und Finanzlage ergibt sich die Cash-flow Analyse, die darüber Auskunft gibt, auf welche Weise das Zielunternehmen in der Vergangenheit Cash generiert oder verbraucht hat. Gerade für Finanzinvestoren ist der Cash-flow von besonderer Bedeutung, weil von ihm abhängt, in welchem Maße sie die potentielle Transaktion fremdfinanzieren können.<sup>188</sup>

Der Cash-flow kann einmal direkt aus der Gegenüberstellung der einnahmewirksamen Erträge und der ausgabewirksamen Aufwendungen ermittelt werden (**direkte Methode**). Die **indirekte Methode**, die vom Jahresgewinn ausgeht und diesen bereinigt um nicht auszahlungswirksame Aufwendungen und um nicht einzahlungswirksame Erträge ist gebräuchlicher.<sup>189</sup>

---

<sup>186</sup> Scott, Cornelia (2001), S. 81.

<sup>187</sup> Wöhe, Günter (1984), S. 740. vgl. dazu Cappel, Wolfhard (2004), S. 152.

<sup>188</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 391.

<sup>189</sup> Vgl. Cappel, Wolfhard (2004), S. 153.

	Jahresüberschuss
+	Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände, Sachanlagevermögen und Finanzanlagevermögen
./.	Zuschreibungen zu Gegenständen des Anlagevermögens
+./.	Veränderungen des Sonderpostens mit Rücklageanteil
+./.	Veränderungen der Pensionsrückstellungen
=	<b>Jahres-Cash-flow</b>
+	Bereinigung ungewöhnlicher zahlungswirksamer Aufwendungen/Erträge von wesentlicher Bedeutung
=	<b>Cash-flow</b>

**Tab. 3: Cash-flow nach der indirekten Methode**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Cappel, Wolfhard (2004), S. 154

Je höher der Cash-flow ist, umso günstiger stellt sich die Liquidität eines Unternehmens dar. Die Liquiditätsverwendung wird jedoch nicht ersichtlich. Wenn der Cash-flow über mehrere Jahre hinweg relativ konstant ist, deutet das auf eine stabile finanzielle Situation hin. Umgekehrt sind kräftige Schwankungen des Cash-flow zu interpretieren.

Der Cash-flow ist damit:

- **Ausdruck für die Wachstumskraft des Unternehmens,**
- **ein Krisenindikator,**
- **Ausdruck der finanziellen Stabilität,**
- **die finanzielle Manövriermasse des Unternehmens.**<sup>190</sup>

Der Cash-flow stellt jedoch keine Liquiditätsreserve für die Zukunft dar, da er bereits zum Zeitpunkt seiner Ermittlung verschiedenen Verwendungen (Investition, Tilgung usw.) zugeführt wurde.

<sup>190</sup> Cappel, Wolfhard (2004), S. 155.

### **5.2.3 Analyse der Ertragslage**

#### **5.2.3.1 Grundlagen**

Die Analyse der Ertragslage setzt in aller Regel auf der Berichterstattung des internen Managements auf. Sie dient dazu, dass nachhaltige operative Ergebnis herauszuarbeiten, um auf dieser Grundlage eine Plausibilisierung der Planergebnisrechnung vornehmen zu können. Um verlässliche Aussagen über die zukünftige Entwicklung treffen zu können, betrachtet das Prüfungsteam zumeist die letzten drei abgeschlossenen Jahre und das zum Zeitpunkt der Due Diligence laufende Geschäftsjahr.<sup>191</sup> Um ein tiefgehendes Verständnis der Geschäftsgrundlagen zu bekommen, ist es von elementarer Bedeutung, die kritischen Erfolgsfaktoren des Zielunternehmens zu identifizieren.<sup>192</sup> Daher werden anschließend die Erträge und Aufwendungen im Rahmen einer Due Diligence vorgestellt und analysiert.

#### **5.2.3.2 Die Analyse der Erträge im Rahmen der Financial Due Diligence**

Bei der Analyse der Erträge des Zielunternehmens werden Absatzmengen und –preise der Produkte bzw. Dienstleistungen analysiert und beurteilt. Des Weiteren wird die Akzeptanz des Produktprogramms auf dem Markt geprüft. Dazu gehören beispielsweise das Image der Produkte, das Preis- Leistungsverhältnis oder die Phasen des Produktlebenszyklus, in dem sich die Produkte zur Zeit befinden. Auch werden die Produkte mit den Angeboten der Wettbewerber verglichen. Ein weiterer Gesichtspunkt der Analyse ist die Marktstruktur, das Marktvolumen, die relativen Marktanteile der einzelnen Produkte oder die Marktentwicklung.<sup>193</sup>

Wie bereits eben erwähnt werden die Absatzmengen und Absatzpreise der Produkte oder Dienstleistungen analysiert. Dabei geben die Umsatzerlöse und Deckungsbeiträge pro Produkt einen ersten Anhaltspunkt über die Wichtigkeit dieser Produkte für das Unternehmen. Diese Analyse der Umsätze ist im Rahmen der Financial Due Diligence vor allem dann von essentieller Bedeutung, wenn die Produkte des Zielunternehmens in ungleichen Märkten positioniert sind.<sup>194</sup> Es empfiehlt sich daher, die Arbeitnehmer des Investors, die über eine entsprechende Marktkennntnis

<sup>191</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 381.

<sup>192</sup> Vgl. Burton, Richard/Appelton, Matthew (2002), S. 15.

<sup>193</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 83.

<sup>194</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O, Band II, (2002), S. 1032.

verfügen, in das Financial Due Diligence Team zu integrieren und deren Marktkenntnis und technisches Know-how für die Beurteilung der Erzeugnisse zu nutzen.<sup>195</sup>

### **5.2.3.3 Die Analyse der Aufwendungen im Rahmen der Financial Due Diligence**

Bei den Aufwendungen eines Unternehmens liegt der Fokus auf der Beurteilung des Personalaufwands. Die Analyse des **Personalaufwands** sollte primär nach Funktionen (Produktion, Vertrieb, Verwaltung) erfolgen, denn im Personalbereich wird zum einen die Entwicklung und Struktur des Personalbestandes der Vergangenheit abgebildet und zum anderen eine geplante Ausweitung bzw. eine geplante Mitarbeiterfreisetzung untersucht.<sup>196</sup> Dabei sollten für die einzelnen Funktionsbereiche die Anzahl der Mitarbeiter, die durchschnittliche Vergütung, Vergütungssysteme, Tarifierungen, und Überstundenstatistiken, Altersstruktur der Mitarbeiter und deren Qualifizierung analysiert und dargestellt werden.<sup>197</sup>

Um Erkenntnisse über mögliche Einsparungspotenziale zu gewinnen, empfiehlt es sich Kennzahlen (Umsatz pro Mitarbeiter) zu ermitteln und eventuell analytische Prüfungen wie z.B. Branchenvergleiche anzustellen.<sup>198</sup> Zudem kann die Untersuchung ausgedehnt werden auf die Gehaltsstruktur des Unternehmens, den Krankenstand der Mitarbeiter, die Anzahl der Arbeitsunfälle und die Qualifikation des Personalbestandes (Alter, Qualifikation). Sollte von der Unternehmensleitung eine Geschäftsausweitung geplant werden, sind der Arbeitsmarkt und das Unternehmensimage bei den Arbeitnehmern zu analysieren.<sup>199</sup>

## **5.3 Zwischenfazit über das Kapitel der Financial Due Diligence**

Da jede Akquisition von Unternehmen, Teilbetrieben oder strategischen Geschäftseinheiten (SGE) in einem marktwirtschaftlichen Umfeld hauptsächlich aus finanziellen Motiven heraus erfolgt, nimmt die Financial Due Diligence einen besonderen Stellenwert bei der Prüfung eines Unternehmens ein.

---

<sup>195</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O, Band II, (2002), S. 1032.

<sup>196</sup> Vgl. Koch, Wolfgang/Wegmann, Jürgen (2002), S. 135.

<sup>197</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O, Band II, (2002), S. 1033.

<sup>198</sup> Vgl. Wirtschaftsprüfer Handbuch Abschnitt O, Band II, (2002), S. 1033.

<sup>199</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 83.

Die wesentlichen Ergebnisse einer Financial Due Diligence Untersuchung sind gesamtheitlich zu betrachten, wobei aber auch die Erkenntnisse der Tax, Legal oder Cultural Due Diligence integriert werden müssen, um eventuelle **Deal Breaker** ausfindig zu machen.

Die Financial Due Diligence darf aber nicht zaghaft oder einseitig vorgenommen werden, sondern soll eine ausgewogene Beurteilung von **Stärken** und **Schwächen** des Zielunternehmens, aber auch von **Chancen** und **Risiken** seines Umfeldes umfassen, um dem Auftraggeber eine dienliche und nachvollziehbare Grundlage für seine Akquisitionsentscheidung an die Hand zu geben.<sup>200</sup>

Sollte sich die Anzahl der Unternehmenstransaktionen in Deutschland und Europa im Zuge der Globalisierung weiter steigern, wird auch die Financial Due Diligence noch stärker gewichtet werden. Die immer größer werdende Anzahl der Investoren in Deutschland verlangt verstärkt nach einer professionellen Unterstützung bei ihren Unternehmenstransaktionen. Die hohe Anzahl der fehlgeschlagenen Unternehmenstransaktionen wirkt sich auf diesem Gebiet selbstverständlich nachfragesteigernd aus. Ein Übriges trägt die fortschreitende Haftungserweiterung für Vorstände und Aufsichtsräte bei.<sup>201</sup>

## 6 Die Post-Merger-Integrationsphase

Hört man den beteiligten Managern nach einer Fusion genau zu, wenn sie sich an die Verhandlungen erinnern, dann bemerkt man den beachtlichen Stolz an etwas Großem mitgewirkt zu haben. Während der Phase der Verhandlungen kommt es irgendwann immer zu einem *Point of no Return*, also einem Zeitpunkt, wo nicht mehr zu der Frage der Sinnhaftigkeit zurückgeschaltet wird. Auch die bereits investierte, oft unermessliche Energie trägt dazu bei. Wenn dann noch die Gefahr einer zu frühen Information des Marktes hinzukommt, werden viele Analysen allenfalls oberflächlich durchgeführt.<sup>202</sup> Diese Topographie des Scheiterns hat während der Post-Merger-Integration viele Dimensionen. Das Kapitel 6 wird die wichtigsten Determinanten einer Post-Merger-Integration<sup>203</sup> aufgreifen, vorstellen und versuchen Lösungsansätze aufzuzeigen.

<sup>200</sup> Vgl. Kranebitter, Gottwald (2002), S. 64.

<sup>201</sup> Vgl. Scott, Cornelia (2001), S. 88.

<sup>202</sup> Vgl. Zitat von Stevens, Marc (Director [Exite@Home](#)). I don't have a big focussing on post merger integration and I don't have a lot of time.

<sup>203</sup> Vgl. Kapitel 6.2 Scheitern durch Kulturunterschiede, 6.3 Kommunikationsasymmetrien bei Fusionen und Kapitel 6.4 der Managementwechsel.

## 6.1 Der Markt für Unternehmen

### 6.1.1 Grundlagen

„Die Zahl der Quellen mit Zielkatalogen, die über Gründe für den Erwerb bzw. die Veräußerung eines Unternehmens aus Sicht des Akquisitionssubjektes und –objektes genannt werden, ist kaum überschaubar [...]. Viele Autoren entwickeln eigene Zielaufstellungen, die sich aber bei näherem Hinsehen oft nur geringfügig von bereits früher veröffentlichten Katalogen unterscheiden. [...] Eine empirische oder theoretische Begründung der Zielauswahl und –relevanz wird sehr selten bereitgestellt. [...] Über- und Unterordnungsbeziehungen, Harmonie-, Konflikt-, oder Indifferenzrelationen zwischen den Zielen werden kaum diskutiert, die Akquisitionsziele stehen unverbunden nebeneinander.“

(Gerpott, Thorsten J., Professor und früherer Berater bei Booz Allen & Hamilton)<sup>204</sup>

Die Schaffung von Effizienz- und Kostenvorteilen, die Etablierung einer stärkeren Wettbewerbsposition oder die Umsetzung diverser anderer Synergiepotenziale – all diese Triebkräfte lassen sich meist unter zwei hauptsächlichen Oberzielen vereinigen.<sup>205</sup> Diese beiden Oberziele im Bereich der Merger & Acquisitions bestehen zum einen in der *Steigerung des ökonomischen Werts der beiden Unternehmen* für deren Eigentümer (financial and value maximizing motives) einerseits und der Erreichung von *persönlichen Zielen der angestellten Unternehmensleitung des Erwerbers* (political and personal reasons) andererseits. Diese beiden Ziele können selbstverständlich nicht ohne weiteres harmonisiert werden.<sup>206</sup>

Betrachtet man nun die Bedeutung der eben genannten Beweggründe im Laufe der Zeit, so war eine kontinuierliche Verschiebung vom operativen Kostenfokus der 80er Jahre hin zu hauptsächlich strategischen Beweggründen ab den frühen 90er Jahren zu beobachten. Für die Herausforderungen im Rahmen der Post Merger-Integration bedeutet dieser Fokuswechsel eine deutliche Veränderung. Denn neben den traditionell kurzfristigen, sachorientierten Anforderungen der Prozess- und Strukturoptimierung und des Benchmarking sind neue Themen zu bewältigen, die – ganz im Gegenteil zum bisherigen Zugang – primär auf mittel- und langfristige

<sup>204</sup> Gerpott, Thorsten J.(1993), S. 62f.

<sup>205</sup> Vgl. Gaiser, Bernd/Kaiser, Markus (2003), S. 344.

<sup>206</sup> Vgl. zu dieser Unterscheidung mit unterschiedlicher Nomenklatur z.B. bei Napier, Nancy (1989), S. 273.



strategische Entwicklungsüberlegungen abstellen, komplementäre Aspekte des Change Management umfassen und der Entwicklung von Wertsteigerungspotenzialen gerecht werden müssen.<sup>207</sup> Welche Motive für Unternehmenszusammenschlüsse sind nun für die heutige Zeit relevant? Folgende Motivgruppen sind bei jeder Akquisition, mehr oder minder stark ausgeprägt, anzutreffen.

### **Reale Motive**

Die Gruppe der realen Motive ist dabei vordergründig durch ihre wirtschaftliche Wertsteigerung gekennzeichnet. Die Effizienzvorteile in den Segmenten der Kosten, Steuern oder der Marktmacht stehen dabei im Vordergrund. Betrachtet man nun die Steuervorteile etwas genauer so sind es vor allem die stillen Reserven und der Kauf von Gesellschaften, die über ein unausgenutzten Verlustvortrag verfügen, die eine Unternehmensübernahme interessant werden lassen.<sup>208</sup>

### **Spekulative Motive**

Eine weitere Motivklasse bei der Transaktion von Unternehmen ist die der Spekulation. Grundsätzlich lassen sich diese Motive in *exit-getriebene* spekulative Transaktionen und in *operative* spekulative Transaktionen unterscheiden. Danach wird es für die Erwartungsbildung des Investors wesentlich, ob er die Transaktion mit der deutlichen Absicht eines kurz- bzw. mittelfristigen Ausstiegs aus seinem Engagement tätigt oder ob er lediglich eine operative Fortführung der Zielgesellschaft betreibt.<sup>209</sup>

### **Management Motive**

Diverse Manager überschätzen aufgrund einer zu optimistischen Einschätzung des Zielunternehmens die Synergiepotentiale eines Deals. Des weiteren schätzen sich die kaufenden Manager in ihrer Führungskompetenz falsch ein.

„Im Sinne der *rationalen Obsession*, also der menschlichen Besessenheit des Besitzen-Wollens, lässt sich empirisch belegen, dass die Selbstüberschätzung proportional zur Attraktivität des Kaufobjekts und zur Unsicherheit über die Zukunft steigt, eine Situation, die insbesondere bei Auktionen zu beobachten ist.“<sup>210</sup>

<sup>207</sup> Vgl. Gaiser, Bernd/Kaiser, Markus (2003), S. 344.

<sup>208</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 90.

<sup>209</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 90.

<sup>210</sup> Roll, Richard (1986), S. 290. Aufgrund der bereits bestehenden Erfahrungen mit Auktionen sollte man diesem Transaktionsinstrument erhebliche Skepsis entgegenbringen, gerade auch weil es in der New Economy ohne historische Bezüge revitalisiert wurde. Die Telekommunikationsindustrie wird diese Obsession bei der UMTS-Auktion noch lange analysieren können.

Die Einkommen vieler Manager sind auch heutzutage noch an die Unternehmensgröße gekoppelt, so dass die Profitabilität des Zielunternehmens zunächst keine Rolle spielt.<sup>211</sup> Des Weiteren erhöht der Zukauf von Unternehmen die Möglichkeit, die eine oder andere Karrierestation zu überspringen. Verschiedene empirische Analysen belegen zum Einen, dass ein direkter Zusammenhang zwischen dem Größenstreben des Managements und der Akquisitionsaktivität besteht,<sup>212</sup> und zum Anderen, dass die Verwirklichung der Größenmaximierungsstrategie von Managern unter diesem Vorzeichen negativ mit der Gewinnmaximierung korreliert.<sup>213</sup>

Die hier einzeln vorgetragenen Motive treten in der Praxis häufig in Kombination auf.

### 6.1.2 Fusionsstrategien

Das Vorhandensein einer fundierten Merger-Strategie ist Basis des gesamten Integrationsprozesses. Die Merger-Strategie umfasst dabei alle Aktivitäten, die zur Abstimmung und Zusammenfassung der beteiligten Firmen oder Teilen davon erforderlich sind. Sie muss dabei vor allem auf drei prägnante Ziele ausgerichtet sein. Diese sind:

- Erfüllung der übergeordneten Ziele und Aufgaben der Akquisition,
- Ausschöpfung des möglichen Entwicklungspotenzials,
- Akzeptanz und Unterstützung bei den relevanten Anspruchsgruppen.<sup>214</sup>

Neben der offiziell verkündeten Integrationsstrategie gibt es häufig noch eine sehr reale, aber inoffizielle. Erstere hat etwas mit Marketing zu tun, also damit herauszufinden, was bei den Mitarbeitern, Führungskräften, der Öffentlichkeit und der Presse am nachhaltigsten wirkt. Letztere ist das eigentliche Konzept, das beinhaltet, wie man die Fusion am besten zum Erfolg führen kann und die versprochenen Synergien realisieren kann. Je größer dieses Missverhältnis zwischen verkündetem und faktischem Vorgehen jedoch ist, desto mehr untergräbt sie auf mittlere Sicht die Glaubwürdigkeit des Managements und die Loyalität der Mitarbeiter. Für das Top-Management sollte dies eine Warnung sein, hier nicht mit falschen Karten zu spielen. Denn sind Vertrauen und Glaubwürdigkeit erst mal verloren gegangen, ist es sehr

---

<sup>211</sup> So eine Studie von 1045 Managern durch das Beratungshaus Kienbaum aus dem Jahr 1999, zitiert nach Berke, Jürgen (1999), S. 86ff.

<sup>212</sup> Vgl. Bühner, Rolf (1990a), S. 20.

<sup>213</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 103.

<sup>214</sup> Vgl. Gaiser, Bernd/Kaiser, Markus (2003), S. 346.

schwer, diese noch einmal zurückzugewinnen.<sup>215</sup> Doch weiterhin wird nirgendwo als bei Transaktionen so skrupellos gelogen wie bei der Frage nach der Integrationsstrategie. Fast jede große Übernahme wird heutzutage als Merger of Equals getarnt, also als Fusion unter Gleichen. Die Akquisition von Mannesmann durch Vodafone Airtouch ist ein Beispiel dafür, wie die ursprünglich gemachten Aussagen und Versprechungen des CEO von Vodafone in Wirklichkeit sich als leere Worthülsen entpuppten.

Versprechen	Wirklichkeit
Telekommunikation	
Das Festnetzgeschäft, der Mobilfunk und die Internet-Aktivitäten von Mannesmann werden innerhalb der Gruppe weiterentwickelt. Vodafone stimmt zu, den Festnetzbereich nicht zu verkaufen. Zu dem ursprünglichen Plan, einen Minderheitsanteil an die Börse zu bringen, sollen Alternativen entwickelt werden.	Vodafone verkauft Mitte Oktober die zweitgrößte italienische Festnetzgesellschaft Infostrada an den italienischen Stromkonzern Enel. Die deutsche Telefonfirma Arcor soll an die Börse gebracht oder an eine andere Telekommunikationsgesellschaft verkauft werden.
Automobilzulieferung	
Die Engineering- und Automotive-Sparte des Konzerns wird gemäß den bestehenden Plänen des alten Mannesmann-Vorstands an die Börse gebracht.	Statt der Platzierung an der Börse wurde Atecs im April an das Bieterkonsortium Bosch/Siemens veräußert. Nun ist das Unternehmen zerschlagen.
Markenname	
Nach Angaben des Fusionsunterhändlers und früheren Mannesmann-Chefs Klaus Esser sagt Vodafone-Chef Chris Gent in der Übernahmevereinbarung zu, dass der Firmenname Mannesmann in den Telekommunikationsgesellschaften D2 und Arcor fortgeführt wird.	Statt Markenvielfalt, Strategie des Global Branding. Stufenweise und behutsame Einführung der Marke Vodafone. Unterstützung des Austauschs des Mannesmann-Schriftzugs und anschließend von D2 mit mehreren Kampagnen, wie z.B. "Die Welt wächst zusammen - aus D2 wird Vodafone".

**Tab. 4: Die Versprechen von Chris Gent, CEO Vodafone**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Grube, Rüdiger/Töpfer, Armin (2002), S.30

<sup>215</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 12f. vgl. zu dieser Thematik auch Kapitel 6.4 in dieser Arbeit.

Ab wann darf nun aber von zwei gleichberechtigten und idealen Partner gesprochen werden? Folgende Kriterien definieren eine gleichberechtigte Zusammenführung von zwei Unternehmen.

1. Pro-forma-Anteilsbesitz der beiden Gesellschaften an der neuen Gesellschaft von 50:50 bis 60:40, Börsennotierung des Fusionsunternehmens,
2. Transaktion wird als Aktientausch durchgeführt,
3. paritätische Besetzung von Aufsichtsrat und Vorstand sowie
4. sonstige Paritätskriterien (Name, doppelter Vorstandssitz, Sitz der Zentrale, Ort der Börsennotierung).<sup>216</sup>

Im Zusammenhang mit Mergers of Equals denke man nur an die im Jahre 1998 angekündigten oder durchgeführten Großfusionen, bei welchen 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 Partner* kaschiert.<sup>217</sup> Die folgende Tabelle zeigt noch einmal elf ausgewählte Mergers of Equals, deren Transaktionsvolumen sowie die jeweils dazugehörige Anteilsaufteilung.

Partner A	Partner B	Transaktionsvolumen (Mrd. USD)	Anteil A	Anteil B	Ankündigung
Daimler-Benz	Chrysler	39,50	57	43	Mai 98
Sandoz	Ciba-Geigy	30,10	55	45	Feb 96
UBS	SBS	23,00	60	40	Nov 97
Hoechst	Rhone-Poulenc	18,60	50	50	Dez 98
Grand Met	Guinness	16,00	53	47	Mai 97
Bayer. Vereinsbank	Bayer. Hypo Bank	12,30	59	41	Jul 97
Hüls	Degussa	11,80	62	38	Mrz 98
Commercial Union	General Accident	11,20	54	46	Feb 98
AXA	UAP	10,60	64	36	Okt 96
Credit Suisse	Winterthur	9,70	73	27	Aug 98
Thyssen	Krupp-Hoesch	8,10	67	33	Nov 97

**Tab. 5: Elf ausgewählte Mergers of Equals**

Quelle: in Anlehnung an: Thompson Financial Securities Data

<sup>216</sup> Vgl. Achtleitner, Ann-Kathrin/Wollmert, Peter (2000), S. 218f.

<sup>217</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 153. Zu diesem Sachverhalt vgl. bspw. die Problematik bei der Fusion der Daimler-Benz AG mit der Chrysler Corp. zu DaimlerChrysler im Jahre 1998.

Prinzipiell gibt es zwei Fusionsstrategien, wie das Management zwei oder mehrere Unternehmen zusammenführen kann. Dies sind *Best of Both Worlds* und die *Eingliederung* des Unternehmens.

**Best of Both Worlds** bedeutet, es wird angestrebt, die Stärken der beiden Ausgangsfirmen zu vereinen: die besten Produkte, die hervorragendsten Mitarbeiter, die funktionalsten Systeme usw. Dies bedeutet: Wo auch immer es für eine Funktion mehrere Alternativen gibt, gleich ob Personen, Produkte oder Systeme, übernimmt der Käufer nur die beste. Das macht es unabdingbar, jeweils in einem sorgfältigen Auswahlprozess zu bestimmen, in welchen Bereichen das übernehmende und auf welchen das übernommene Unternehmen besser aufgestellt ist.<sup>218</sup>

Dadurch, dass nur die Stärken der beiden Ursprungsunternehmen zusammengefügt werden, bedeutet dies, dass für die Zukunft der Mitarbeiter oder Produkte nur ihre Qualität entscheidend ist.

Ein großer Nachteil dieses Ansatzes ist die Zeit. Denn wenn das Management sich dazu entschließt *Best of Both Worlds* konsequent durchzusetzen, dann erfordert dies sehr aufwändige Auswahl- und Entscheidungsprozesse. So müssen klare Kriterien, möglichst objektive Bewertungsverfahren und eine saubere Durchführung gewährleistet sein.<sup>219</sup>

Schon das Entwickeln dieser Kriterien ist eine zeitraubende Angelegenheit, da beide Seiten verschiedene Vorstellungen von der Zusammenführung der Unternehmen haben. Dabei spielen nicht nur die Eigeninteressen eine Rolle, sondern auch die unterschiedlichen **Kulturen und Traditionen** der fusionierenden Unternehmen.<sup>220</sup>

Die andere Art der Strategie ist die der Eingliederung. **Eingliederung** bedeutet, dass das übernommene Unternehmen in das übernehmende *eingepasst* wird (selten auch umgekehrt). Das heißt praktisch, es wird das besser funktionierende oder größere Unternehmen genommen und mit den besten Leuten, Systemen und Produkten des anderen Unternehmens angereichert. Die bereits bestehenden Strukturen, Systeme und Mitarbeiter des Käufers gelten dabei als gesetzt; Veränderungen werden nur dort vorgenommen, wo das Zielunternehmen klare Vorteile aufzuweisen hat.<sup>221</sup>

<sup>218</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 13.

<sup>219</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 15.

<sup>220</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 13. So werden z.B. gegen DaimlerChrysler Chef Schrepp selbst aus den eigenen Reihen Vorwürfe laut, er sei zu schnell darin gewesen, die beiden Unternehmen zusammenzuführen, ohne dabei die kulturellen Unterschiede hinreichend zu thematisieren vgl. zu dieser Thematik auch Kapitel 6.2 in dieser Arbeit.

<sup>221</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 13.

Der Nachteil an dieser Strategie besteht darin, dass wenn ganze Abteilungen nicht mit in den neuen Konzern eingegliedert werden, verliert das neue Unternehmen höchstwahrscheinlich viel an Kompetenz und Know-how. Des Weiteren ist die Integration der übernommenen Unternehmensteile damit noch nicht gelungen; vielmehr drohen nach der Eingliederung heftige Abstoßungsreaktionen und zwar sowohl von den Mitarbeitern des übernommenen Unternehmens als auch von dem eigenen Mitarbeiterstab.<sup>222</sup>

### 6.1.3 Arten der Unternehmensdiversifikation

In der ersten Phase der Akquisitionsprozesse sind Überlegungen hinsichtlich der Transaktionsstrategie anzustellen. Diese wurden im vorherigen Kapitel behandelt. Nun muss die Strategierichtung festgelegt werden, d.h. inwieweit soll das Zielunternehmen dem kaufenden Unternehmen ähneln.<sup>223</sup>

Grundsätzlich kann zwischen einer **horizontalen**, einer **vertikalen** und einer **konglomeraten Diversifikation** unterschieden werden.<sup>224</sup>

Der Begriff *horizontal* bezeichnet eine enge Beziehung der Unternehmen zueinander. Die Bezeichnung *konglomerat* beinhaltet einen geringen Verwandtschaftsgrad zum Stammgeschäft. Zwischen diesen beiden Bezeichnungen bestehen eine Vielzahl von Abstufungen. So unterscheidet beispielsweise das Bundeskartellamt zusätzlich zwischen den Stufen *horizontal mit Produktausweitung* und *vertikal*.<sup>225</sup> Bei der Differenzierung nach den Diversifikationsarten bezieht sich das Unterscheidungskriterium auf den Grad der Verbundenheit der neuen Leistungen mit den bisherigen Produkten, Technologien und Märkten.<sup>226</sup>

<sup>222</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 13.

<sup>223</sup> Vgl. Bamberger, Burkhard (1993), S. 251. Argumentiert werden kann, dass ein diversifiziertes Unternehmen weniger wahrscheinlich Konkurs anmelden muss, wodurch hohe gesamtwirtschaftliche Kosten vermieden werden könnten. Veranschaulichen lässt sich diese Aussage am Beispiel eines Regenschirmproduzenten. Diversifiziert er durch die Übernahme eines Sonnenschirmfabrikanten, kann er auch eine langandauernde Trockenperiode wirtschaftlich überleben.

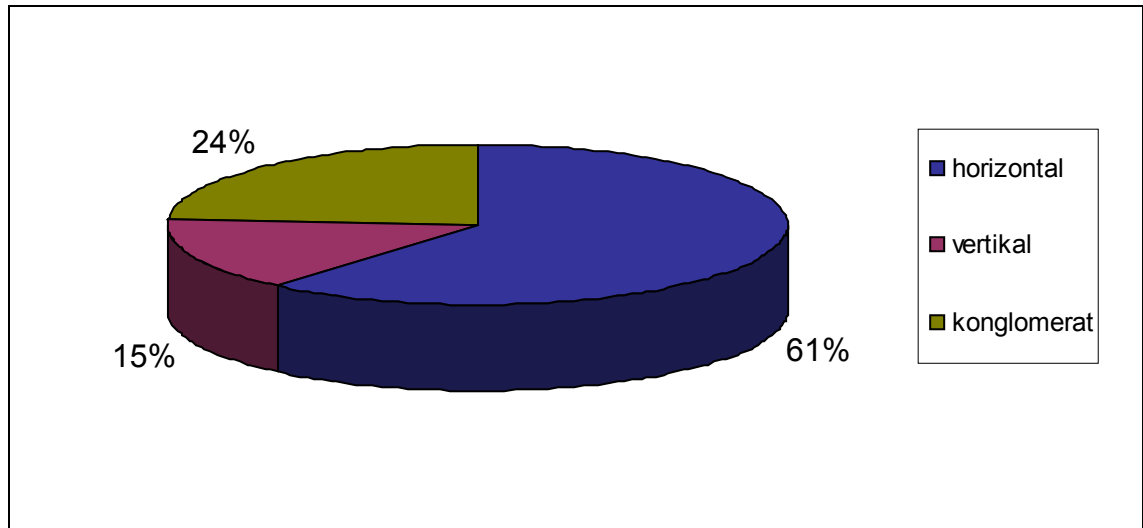
<sup>224</sup> Eine erste Diversifikationswelle fand in den USA in den sechziger Jahren statt, heute ist eine Umkehr dieser Tendenz zu beobachten. Auch in Deutschland galt bis vor kurzem Diversifikation als wichtigstes Kaufmotiv; heute werden die Risiken aber ebenfalls erkannt vgl. dazu auch Kapitel 6.1.3.1.

<sup>225</sup> Eine Zusammenstellung und Definitionen der geläufigen Typologien von Akquisitionsstrategien findet sich bei Kirchner, Michael (1991), S. 45.

<sup>226</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 36.

#### 4.1.3.1 Horizontale Diversifikation

Die prozentuale Verteilung der drei hier vorgestellten Akquisitionsstrategien wird in der Abbildung dargestellt. Besonders auffällig ist der hohe Anteil der horizontalen Strategie.



**Abb. 6: Prozentuale Verteilung der Akquisitionsstrategien**

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: Bamberger, Burkhard (1993), S. 258

Bei der horizontalen Diversifikation handelt es sich um solche Produkte des bisherigen Produktionsprogramms, die mit diesem in einem sachlichen Zusammenhang stehen. Ein solcher Zusammenhang kann durch Abnehmer, Verwendungszweck der Produkte, Vertriebsorganisation oder Art des angewandten Fertigungsverfahrens gegeben sein.<sup>227</sup> Ein horizontaler Zusammenschluss erfüllt folgende Merkmale:

- Der Zusammenschluss erfolgt mit einem der Wettbewerber in eng verwandten Geschäften auf denselben Märkten.
- Dadurch kommt es zu einer Reduktion der Zahl der selbstständigen Wettbewerber innerhalb eines Marktes.<sup>228</sup>

<sup>227</sup> Vgl. Sautter, Michael T. (1988), S. 16.

<sup>228</sup> Sowohl größere Übernahmen als auch Fusionen müssen durch die Kartellbehörden genehmigt werden. Um zu verhindern, dass das neue Unternehmen eine marktbeherrschende Stellung erwirbt, bestehen die Kartellbehörden oft auf den Verkauf von Unternehmensteilen, die strategisch großen Reiz gehabt hätten. Deshalb erfolgt eine genaue Prüfung durch die Kartellbehörden.

- Aus strategischer Sicht bedeutet ein solcher Zusammenschluss meist eine Erweiterung und Komplettierung der eigenen Produktpalette, der Produktionstechnologie und des Kundenstammes.<sup>229</sup>

Bei einer horizontalen Strategie<sup>230</sup> handelt es sich um eine Weiterentwicklung des Konzepts der Synergie von Igor H. Ansoff (2+2=5 Effekt).<sup>231</sup> Die dabei zugrunde liegende Idee ist, dass einem Unternehmen durch eine Kombination ungleicher, aber verwandter Geschäftsfelder Wettbewerbsvorteile durch die gemeinsame Nutzung von Ressourcen entstehen können. Damit basiert **Michael Porters Konzept** der horizontalen Strategie auf der Verwirklichung betriebswirtschaftlicher Synergien. Diese können aufgrund von Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Geschäftsbereichen eines Unternehmens zustande kommen.<sup>232</sup>

Eine horizontale Diversifikation hat aber auch einen schwerwiegenden Nachteil aufzuweisen. Denn sobald die Branche in eine Krise gerät, weichen viele Unternehmen auf dieselben naheliegenden Produkte aus, so dass ein Überangebot eintritt, verbunden mit den dazugehörigen Preiseinbrüchen. Eine **ausreichende Risikostreuung**, häufig angeführtes Motiv für Diversifikationen, liegt durch eine horizontale Diversifikation nicht vor.<sup>233</sup>

#### 4.1.3.2 Vertikale Diversifikation

Bei der vertikalen Diversifikation handelt es sich um den Anbau vor- oder nachgeschalteter Produkte und Dienstleistungen an das bisherige Produktprogramm. Ein durch vertikale Diversifikation aufgebautes Unternehmen ist häufig auf diversen, technisch unterschiedlichen, Produktionsstufen aufgestellt. Dabei werden die Rohstoffe und Halbprodukte an die stromabwärts liegenden Produktionsstufen verteilt. Dabei muss aber nicht unbedingt ausgeschlossen werden, dass auf den Produktionsstufen ein Verkauf an externe Käufer stattfindet.<sup>234</sup> Ein vertikaler Zusammenschluss erfüllt folgende Merkmale:

<sup>229</sup> Strohmer, Michael F. (2001), S.19.

<sup>230</sup> Michael Porter griff den Ansatz der horizontalen Diversifikation auf und nannte sie die horizontale Strategie.

<sup>231</sup> Vgl. Ansoff, Igor H. (1965), S. 75ff.

<sup>232</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 37.

<sup>233</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 38.

<sup>234</sup> Vgl. Sautter, Michael T.(1988), S. 8.



- Der Zusammenschluss erfolgt meist mit dem Lieferanten oder dem Kunden.
- Die Folge ist eine Reduzierung der Anbieterzahl zwischen vor- und nachgelagerten Märkten.
- Es kommt zu einer Sicherung von Einkaufsquellen oder Absatzmärkten.<sup>235</sup>

Vielfach wird durch vertikale Diversifikation eine Akquisitionswelle in einer ganzen Branche ausgelöst, da Wettbewerber die Gefahr sehen, in Abhängigkeit ihrer Zulieferer zu geraten, wenn diese durch Konkurrenten akquiriert werden. Zudem wird das Durchsickern technischer Informationen vermutet. Dies kann den Anstoß geben, auch Eigenfertigung zu betreiben, wodurch Überkapazitäten entstehen können.<sup>236</sup>

Durch eine vertikale Diversifikation können Transaktionskostenvorteile entstehen, die jedoch meistens sehr geringfügig ausfallen.<sup>237</sup> Hierbei kann es sich z.B. um Einsparungen bei Planungs- und Koordinationskosten, bei Kosten für Beschaffungs- und Absatzmarktinformationen sowie Kosten für die Verbesserung der Qualität handeln.<sup>238</sup>

Ein vertikaler Zusammenschluss könnte beispielsweise darin bestehen, dass ein Automobilhersteller einen Reifenhersteller kauft oder mit ihm eine strategische Allianz bildet.

#### **4.1.3.3 Konglomerate Diversifikation**

Bei einer konglomeraten Diversifikation handelt es sich um die Erweiterung von Geschäftsaktivitäten mit neuen Produkten die keinen Bezug zur bereits bestehenden Produktpalette haben, die mit einer für das übernehmende Unternehmen nicht bekannten Technologie auf fremden Märkten vertrieben werden.<sup>239</sup> Ein konglomerater Zusammenschluss erfüllt folgende Merkmale:

- Er erfolgt über die angestammten Branchengrenzen hinweg.
- Das Unternehmen verfolgt eine Diversifikationsstrategie zur Risikostreuung.

---

<sup>235</sup> Strohmer, Michael F. (2001), S. 20.

<sup>236</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 40.

<sup>237</sup> Transaktionskosten können ein wesentliches Motiv für eine vertikale Diversifikation darstellen.

<sup>238</sup> Vgl. Williamson, Oliver E. (1971), S. 112ff.

<sup>239</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 41.

- Wenn Einzelprodukte zu Systemen zusammengefügt werden, kommt es zu Added Value Aspekten.<sup>240</sup>

Bei konglomeraten Diversifikationen stellt sich die Schwierigkeit der Abgrenzung bezüglich alten/neuen Produkten und Märkten. Trotz dieser Schwierigkeit werden viele Unternehmen gewöhnlich als **Konglomerate** bezeichnet.<sup>241</sup> Konglomerate Unternehmen zeichnen sich in der Regel dadurch aus, dass sie leistungswirtschaftlich nicht integriert sind. Meist sind sie sehr stark finanzwirtschaftlich ausgerichtet und begeben sich auf ein völlig neues Tätigkeitsgebiet. Eine in großem Umfang und auf mehreren Gebieten gleichzeitig betriebene konglomerate Diversifikation führt in der Regel zum Mischkonzern.<sup>242</sup>

Ein Beispiel für konglomerate Diversifikation wäre der XY-Konzern umfasst den Bau von Anlagen, Hydraulischen Maschinen und den Stahlbau; eine Teilfirma X ist u.a. eine Informatikberatungsfirma für SAP, welche nicht nur den Konzern, sondern auch externe Kunden betreut.

## 6.2 Kulturunterschiede bei der Akquisition

Im deutschsprachigen Raum gibt es seit ca. 10 Jahren sehr kompetente theoretische Abhandlungen zum M&A-Geschäft, die Auseinandersetzung mit dem *Phänomen* der Kulturunterschiede bei der Akquisition erfolgt aber, wenn überhaupt, erst seit kurzer Zeit und eher oberflächlich. Im Rahmen der Post Merger Integration stellt sich die Frage, wie man Kulturen erfolgreich integrieren kann. Dazu ist es nötig, zuerst den Begriff der Unternehmenskultur zu definieren.

„Unternehmenskultur wird allgemein verstanden als die Grundgesamtheit gemeinsam gelebter Wert- und Normenvorstellungen sowie geteilter Denk- und Verhaltensmuster, die Entscheidungen, Handlungen und Unterlassungen der Unternehmensmitglieder bestimmen.“<sup>243</sup>

---

<sup>240</sup> Strohmer, Michael F. (2001), S. 20.

<sup>241</sup> Die Bezeichnung Konglomerate steht für konglomerat diversifizierte Unternehmen.

<sup>242</sup> Vgl. Hagemann, Stefan (1996), S. 41. vgl. dazu Leontiades (1987), der in seinem Buch „Mischkonzerne verändern die Welt“ ausführlich auf diese Unternehmensform eingeht und insbesondere die dafür notwendigen Anforderungen an das Management und die Organisation darstellt.

<sup>243</sup> Krystek, Ulrich (1992), S. 539.

Dabei gibt es wahrscheinlich so viele Unternehmenskulturen, wie es Unternehmen gibt. Wobei sich jedes Unternehmen zumindest peripher von anderen Unternehmen in der Gestaltung seiner Unternehmenskultur unterscheidet.

Der Grund, aus welchem der Unternehmenskultur der Zielgesellschaft im Rahmen einer Cultural Due Diligence Beachtung geschenkt werden sollte, liegt darin, dass bei dem schnellen Wandel, dem die Unternehmen heutzutage oftmals unterliegen, und der hohen Änderungsbereitschaft, die man den Mitarbeitern abfordert, ein Grundgedanke von Überzeugungen und Identifikationsobjekten sehr bedeutend ist, der trotz aller Änderungen des Produktes und der Ablauf- und Aufbauorganisation stabil bleibt.<sup>244</sup>

Diese Stabilität kann aber für den Käufer sowohl von Vorteil als auch von Nachteil sein. Positiv wirkt sie sich aus, wenn die Stabilität einer intakten Unternehmenskultur Rückschlüsse auf die dauerhafte Funktionsfähigkeit des Unternehmens zulässt. Andererseits kann gerade die Stabilität zum Problem werden, wenn sich Schwächen aufgetan haben und diese schnellstmöglich beseitigt werden sollen.<sup>245</sup>

Wie wird nun aber die Unternehmenskultur bestimmt? Welche Tools kann der Käufer heranziehen, um sich ein Bild von den bestehenden Kulturunterschieden zu machen?

Zu Visualisierung von Kulturunterschieden werden Unternehmenskulturprofile<sup>246</sup> herangezogen. Ziel ist es, aufzuzeigen, wo die größten Unterschiede, aber auch wo welche Gemeinsamkeiten bezüglich der Unternehmenskultur bestehen. Das folgende Unternehmenskulturprofil zeigt die beiden Unternehmen X und O mit ihren jeweiligen Ausprägungen bezüglich der Unternehmenskultur. Die Abweichungen der beiden Unternehmenskulturprofile ergeben sich aus der Distanz der beiden Punkte X und O. Je enger die Punkte beieinander liegen, desto mehr besteht ein Konsens, je weiter die Entfernung zwischen den beiden Merkmalen ist, umso problematischer wirkt sich die Nichtbetrachtung bei der Integration aus.

---

<sup>244</sup> Vgl. Wächter, Hartmut (1990), S. 121.

<sup>245</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.) (2005), S. 153.

<sup>246</sup> Das nachfolgend präsentierte Unternehmenskulturprofil kann auch zur Befragung von Mitarbeitern bzw. der Geschäftsleitung eingesetzt werden. Mit Unternehmenskulturprofilen (in der Literatur auch als Organizational Culture Inventory, diskutiert) werden entweder im Vorfeld oder im Nachgang der Transaktion Cultural Due Diligences durchgeführt.

Kriterium	Ausprägung	100%	50%	0%	50%	100%	Ausprägung
Mitarbeiterbehandlung	Fair	X		O			Unfair
Risikoverhalten	Risikofreudig		X			O	Risikoscheu
Kreativität	Innovativ		X			O	Nachahmend
Kompetenzverteilung	Dezentral	X	O				Zentral
Führungsstil	Autoritär		X	O			Kooperativ
Kommunikation	Offen/Direkt	O			X		Verdeckt/indirekt
Arbeitskleidung	Konservativ		O		X		Salopp
Arbeitszeit	Flexibel	O		X			Unflexibel
Mitarbeiterverhalten	Loyal	XO					Illoyal
Kundenorientierung	Stark		X	O			Schwach
Einfluss von Betriebsrat und Gewerkschaften	Groß	X		O			Gering

**Tab. 6: Unternehmenskulturprofil**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Strohmmer, Michael F. (2001), S. 133

Die kulturellen Unterschiede müssen mit besonderer Aufmerksamkeit betrachtet werden, und die Mitarbeiter beider Unternehmen sind dafür entsprechend zu sensibilisieren.<sup>247</sup> Das Management sollte dabei immer beachten, dass die kulturelle Integration ein langwieriger und schwieriger Prozess ist. Die meisten Probleme bei einer Akquisition entstehen nämlich oftmals deshalb, weil das Management zwar die grundsätzliche Bedeutung der Post Merger Integration erkennt, aber häufig eine viel zu schnelle und vollständige Integration der beiden Kulturen und des Managements anstrebt.<sup>248</sup> Ungewürdigt wird dabei aber der deutlich höhere Zeitbedarf für das Zusammenwachsen der Kulturen. Dies zeigt sich dabei, dass die Integration von Produkten und Technologien häufig sehr viel schneller vonstatten geht, als die der Kultur.<sup>249</sup>

<sup>247</sup> Vgl. Strohmmer, Michael F. (2001), S. 132.

<sup>248</sup> Vgl. hierzu den Ausschnitt aus der Erklärung von IBM nach der Übernahme von Lotus: Unser Unternehmensziel ist nicht das Missionsgeschäft. Wir sollten uns deshalb weise darauf beschränken, betriebliche Prozesse zu verändern, und deutlich machen, warum wir das tun. Und wir sollten gleich zu Beginn glaubhaft klarstellen, dass wir respektvoll darauf verzichten, andere in das Korsett einer für sie fremden Kultur zu zwingen.

<sup>249</sup> Vgl. Grube, Rüdiger/Töpfer, Armin (2002), S. 169. Als nur ein bekanntes Beispiel sollen hier die regelmäßigen Studien der Bertelsmann-Stiftung stehen, die sich beseelt von der Familienkultur dem Zusammenhang zwischen Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg widmen. 1998 wurden beispielsweise 90 Unternehmen analysiert. Die Zahl der Hierarchiestufen ist in Unternehmen, die Wert auf die Unternehmenskultur legen, ist von 3,9 auf 3,4 zurückgegangen. Diese Kulturbewussten Unternehmen schneiden auch besser bei einigen *weichen* betrieblichen Erfolgsfaktoren ab, wie Mitarbeiterzufriedenheit, sinkende Fehlerquoten und geringe Fehlzeiten.

Gerade bei Übernahmen und Fusionen zwischen Unternehmen, bei denen es vor allem um das Humankapital geht, werden immer öfter hohe Summen gezahlt, um den Stamm der Mitarbeiter wenigstens die nächsten 12 Monate im Unternehmen zu halten. So wurde beispielsweise bei der Übernahme von J.P.Morgan durch Chase Manhattan im Jahr 2000 den Mitarbeitern ein einmaliger *Retention Bonus* gezahlt, der den größten Anteil der geschätzten Kosten der Fusion von 2,8 Mrd. US-\$ ausmachte.<sup>250</sup>

Es stellt sich also die Frage, wie eine gemeinsame Kultur der kooperierenden Unternehmen formuliert und implementiert werden kann. Zu aller erst müssen die zwangsläufig auftretenden strukturellen Konflikte, identifiziert und geklärt werden. Zu solchen strukturellen Konflikten zählen insbesondere:

- Verteilungskonflikte: In welchem Werk wird was produziert? Wie werden die Kunden und Produkte aufgeteilt?
- Zuständigkeitskonflikte: Welche Befugnisse haben künftig die Niederlassungen – welche die Zentrale?
- Regelungskonflikte: Welche Produkte werden fortgeführt? Welche Dinge sind künftig bis zu welchem Termin an wen zu berichten?

Hier ist eine lückenlose und vertrauensvolle Kommunikation unabdingbar.<sup>251</sup> Um Fehler in der täglichen Zusammenarbeit zu vermeiden, ist es nötig den Mitarbeitern die Unterschiedlichkeiten zu vermitteln und die *jeweilige andere Seite* bewusst zu erkennen und ein grundlegendes Verständnis für das andere Unternehmen zu entwickeln.<sup>252</sup>

Interessant zu sehen sind hierbei die Reaktionen der Mitarbeiter unmittelbar nach der Ankündigung der Fusion und im Laufe der Integration. So lassen sich in der folgenden Tabelle verschiedene Reaktionsmuster deutlich herausstellen.

---

<sup>250</sup> Vgl. Grube, Rüdiger/Töpfer, Armin (2002), S. 168.

<sup>251</sup> Vgl. Zu diesem Thema auch Kapitel 6.3.

<sup>252</sup> Vgl. Strohmeyer, Michael F. (2001), S. 135.

<b>Reaktionen</b>	
... unmittelbar nach der Ankündigung	... und im Laufe der "Integration" ...
<i>Voreingenommenheit</i> - Die Mitarbeiter sind vollkommen von der Fusion eingenommen und spekulieren über die individuelle Bedeutung. Diese Ablenkung führt häufig zu einer sinkenden Arbeitsleistung.	<i>"Kampf der Kulturen"</i> - Mitarbeiter sehen bei einer forcierten Thematisierung der Kultur innerhalb der Integration große Differenzen zwischen ihrem Unternehmen und dem anderen in Organisationsstruktur, Werten, in dem Stil und der Kapazität der beiden Managements.
<i>Gerüchteküchen</i> - Unternehmen werden von Gerüchten und Spekulationen durchzogen. Worst Case-Szenarien sind der Normalfall.	<i>Wir vs. Sie</i> - Menschen fokussieren sich mehr auf die Differenzen als auf die Gemeinsamkeiten.
<i>Zurückhaltene Kommunikation</i> – Begrenzter Kontakt zwischen Belegschaft und Entscheider, hohe Intransparenz über Ziele des Zusammenschlusses und die weitere Vorgehensweise	<i>Gewinner vs. Verlierer</i> - Das Verlierergefühl entsteht schnell bei dem gekauften Unternehmen und führt zu Resignation und Fluktuation.
<i>Illusion der Kontrolle</i> - Mitarbeiter schenken den Beteuerungen des Managements kein Vertrauen. Sie beobachten das Management auf dessen Versagen.	<i>Angriff und Verteidigung</i> - Die einzelnen Unternehmen achten auf die Veränderung bei der anderen Organisation und wollen gleichzeitig die eigene vor Wandel schützen.
<i>Streßreaktionen</i> - Nervosität führt empirisch zu steigender Aggressivität, stillem Rückzug und zu deutlich ansteigenden somatischen Reaktionen wie Kopfschmerzen oder Schlaflosigkeit.	<i>Vergleichskultur</i> - Die Bewertung der eigenen Leistung wird zu einem permanenten Vergleich mit der anderen.

**Tab. 7: Die verschiedenen Mitarbeiterreaktionen nach Fusionsankündigungen im Zeitverlauf**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Jansen, Stephan A. (2004), S. 438

Nun stellt sich die Frage, wie der erwünschte Endeffekt der **Kulturtoleranz** erreicht werden und ein übergreifendes Wir-Gefühl entstehen kann.

Verschiedene Vorgehensweisen lassen sich zusammenfassend als Erfolgsfaktoren für eine Akquisition ableiten:

- Das akquirierende Unternehmen sollte sich über die eigenen kulturellen Werte bewusst sein und diese mit denen der möglichen Akquisitionskandidaten vergleichen. Beide Parteien sollten sich über kulturelle Affinitäten bewusst werden.
- Die Identifikation und Motivation der Mitarbeiter des akquirierten Unternehmens bilden das Humankapital einer Akquisition. Ein Kulturschock ist deshalb nach Möglichkeit zu vermeiden.

- Ein bestimmtes Kulturbewusstsein lässt sich nicht aufzwingen. Die Schaffung einer bestimmten Unternehmenskultur sollte daher als ein dynamischer und evolutionärer Prozess verstanden werden.<sup>253</sup>
- Informelle Kontakte müssen gepflegt werden wie, gemeinsame Veranstaltungen, Besuch des jeweils anderen Unternehmens, Vorträge usw.
- Der Personalaustausch von Mitarbeitern, die für 4-6 Monate in dem anderen Unternehmen arbeiten, führt zu einem Kennenlernen der anderen Kultur.
- Gemeinsame Gegner müssen gesucht werden (Wettkampf mit einer Mannschaft aus dem Nachbarort.)
- Für die erfolgreiche Bewältigung des Veränderungsprozesses und der Erzeugung einer *Kulturtoleranz* ist eine klare Konzeption und eine effiziente Kommunikation erforderlich.<sup>254</sup>

Die zwei folgenden Beispiele sollen zeigen, wie wichtig eine sensible Kulturänderung für eine erfolgreiche Integration zweier Unternehmen ist.

#### **Negativ Beispiel: USAir**

USAir kaufte trotz offensichtlicher kultureller Unterschiede Piedmont Airlines. Kurz nach der Transaktion versuchte die Unternehmensleitung der USAir dem gekauften Unternehmen die eigene Kultur aufzuzwingen. USAir vermittelte ein selbstgefälliges, bürokratisches Gefühl eines führenden Unternehmens. Piedmont war für seinen Unternehmergeist bekannt, welcher eine breite Unterstützung durch die Mitarbeiter sicherstellte. Ergebnis war, dass der Aktienpreis von 54,75 US\$ auf 16,25 US\$ fiel und das Unternehmen beinahe Bankrott ging.<sup>255</sup>

#### **Positiv Beispiel: Fusion von Asea und Brown Boveri zu ABB**

Unmittelbar nach dem Merger konfrontierte die Konzernleitung die Mitarbeiter mit der Forderung die Durchlaufzeiten um 50% zu verkürzen, 15% der Kosten einzusparen und zugleich die Qualität zu verbessern. Die spontanen Reaktionen der Mitarbeiter darauf waren, dass das Management wohl den Verstand verloren haben musste. Die hohe Vorgabe war nur durch die komplette Neustrukturierung sämtlicher Abläufe – und damit die *creative Zerstörung* der alten Welten – zu erreichen. Im gemeinsamen

---

<sup>253</sup> Vgl. Frank, Gert M./Stein, Ingo (1993), S. 141.

<sup>254</sup> Vgl. Strohmer, Michael F. (2001), S. 135.

<sup>255</sup> Vgl. Habeck, Max M./Kröger, Fritz/Träm, Michael (1999), S. 107.

Ringen um diese hochgesteckten Ziele ergab sich *nebenher* auch die weitgehende Integration der Kulturen.<sup>256</sup>

Nicht unerwähnt bleiben soll, dass in der Literatur teilweise andere Sichtweisen bezüglich unternehmenskultureller Differenzen vertreten werden. So verbreiten die Autoren Nahavandi und Malekzadeh die These, dass verschiedene Unternehmenskulturen den Fusionserfolg begünstigen.<sup>257</sup> Diese empirisch nicht getestete Typologie soll jedoch nicht Bestandteil dieser Arbeit sein.

### 6.3 Kommunikationsasymmetrien bei Fusionen

Es besteht Einigkeit in Wissenschaft und Praxis darüber, dass die Kommunikation einen wichtigen Bestandteil bei Unternehmenszusammenschlüssen darstellt. Dennoch ergab eine Untersuchung,<sup>258</sup> dass 86 Prozent der befragten Unternehmen es nicht schaffen, der Kommunikation den Stellenwert zu verschaffen, der ihr zusteht.<sup>259</sup> Dabei ist eine gute Kommunikationskultur die Basis für einen dauerhaften Unternehmenserfolg. Denn kein Betrieb kann effizient arbeiten, wenn es kein Austausch über Aufgaben, Ziele und Prozesse im Unternehmen gibt.

Was die Kommunikation bei Fusionen und Übernahmen aber so schwierig macht, ist, dass, ausgerechnet in den ersten Monaten nach der Bekanntgabe, wo der Informationsbedarf der Belegschaft am größten ist, jeder Satz auf die sogenannte Goldwaage gelegt werden muss. Dies gilt insbesondere für börsennotierte Unternehmen, denn dort erzwingen die harten Bestimmungen zum Insider-Trading, dass man den Mitarbeitern keine potenziell börsenkursrelevanten Auskünfte geben darf, wenn sie nicht zeitgleich an die Medien gegangen sind.<sup>260</sup>

Die gewünschte **offene Kommunikation** wird aber auch dadurch erschwert, dass das Management in der ersten Zeit nach Ankündigung einer Fusion oder Übernahme häufig selbst noch nicht genau weiß, wie der Integrationsprozess in der Realität verlaufen wird. Dieses, die Mitarbeiter im Ungewissen lassen, schürt Spekulationen, Ängste und Gerüchte unter der Belegschaft und kann eine gefährliche Eigendynamik entfalten.

<sup>256</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 15.

<sup>257</sup> Vgl. Nahavandi, Afsaneh/Malekzadeh, Ali R. (1988), S. 79.

<sup>258</sup> Die Untersuchung wurde vom Unternehmen A.T. Kearney durchgeführt.

<sup>259</sup> Vgl. Strohmer, Michael F. (2001), S. 85.

<sup>260</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 7.



So haben David M. Schweiger und Angelo S. Denisi in einer Analyse durch viermalige Befragung von 168 Mitarbeitern eines großen US-Produktionsunternehmens eine signifikante Verstärkung der *negativen psychologischen Effekte* einer Fusion auf die Einstellungen und Verhaltensmuster von Mitarbeitern im Zeitverlauf festgestellt.<sup>261</sup>

Wie immer, wenn Emotionen und Verlustängste im Spiel sind, ist es somit empfehlenswert von elektronischen Mitteilungen abzusehen und den Weg der direkten Kommunikation (Betriebsversammlungen, Info-Veranstaltungen usw.) zu wählen.<sup>262</sup>

Kommunikationsexperten sehen in der Kommunikationspraxis eine Verteilung von interner zu externer Kommunikation im Verhältnis 10:90. Notwendig sei aber nach der Transaktion als Faustregel ein Verhältnis von 60:40. Die Unternehmensberatung McKinsey fordert daher einen *war room*<sup>263</sup>, der die gesamte Kommunikation steuert. Dieser soll die Kommunikationsintensitäten nach den sich dynamisch verändernden Stakeholder-Bedürfnissen ausrichten.<sup>264</sup>

Eine andere entscheidende Frage der Kommunikation betrifft den Zielkonflikt zwischen der Kommunikation und den Geheimhaltungsinteressen. Wann ist der richtige Zeitpunkt, bei einem Unternehmenszusammenschluss gekommen, um mit der Kommunikation zu beginnen? Ein **möglicher Kommunikationsablauf**<sup>265</sup> könnte wie folgt aussehen: Zuerst sind nur die beiden Vorstände der beiden involvierten Unternehmen informiert. Diese müssen in einer ersten Phase die 5-10 wichtigsten Leute des Unternehmens ausfindig machen, denen das Management uneingeschränkt vertrauen kann. Diesen muss klar und eindeutig mitgeteilt werden, dass Vorgespräche laufen. Diese Personen müssen selbstverständlich zur Geheimhaltung verpflichtet werden.<sup>266</sup> Sollten schon vor dem gewünschten Zeitpunkt der Kommunikation Details durchsickern, so muss das Management sofort reagieren können. Es muss aktive Kommunikation betreiben und die Mitarbeiter nicht weiter verunsichern.

---

<sup>261</sup> Schweiger, David M./Denisi, Angelo S. (1991), S. 127. Die Befragungen wurden vier Wochen vor der Fusion, zwei Wochen nach der Fusion, dreieinhalb Wochen und vier Monate danach durchgeführt. Das genaue Ergebnis: Signifikante Zunahme der empfundenen Unsicherheit und des wahrgenommenen Stresses sowie signifikante Abnahme der Arbeitszufriedenheit, Identifikation mit dem Unternehmen, Verbleibensabsicht im Unternehmen und der wahrgenommenen Vertrauenswürdigkeit/Mitarbeiterorientierung des Unternehmens in der Zeit.

<sup>262</sup> Vgl. Berner, Winfried (2002), S. 8.

<sup>263</sup> Ein solches Instrument setzte beispielsweise DaimlerChrysler ein.

<sup>264</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 418.

<sup>265</sup> Angelehnt an den Kommunikationsablauf von Kreuz, Werner von A.T. Kearney.

<sup>266</sup> Vgl. Strohmmer, Michael F. (2001), S. 106.

In der Kommunikation mit den Mitarbeitern (interne Kommunikation) im Bereich der Mergers and Acquisitions haben sich daher verschiedene Grundregeln herauskristallisiert:

- Sorgen, Ängste, Widerstände und Fragen von Stakeholdern müssen rasch identifiziert und treffsicher beantwortet werden.
- Der Belegschaft soll in der Kommunikation der Vorrang gegeben werden. Gerüchte über einen Zusammenschluss oder dessen Konsequenzen entstehen bei den Mitarbeitern besonders rasch, daher müssen sie auch schnell über die sie betreffenden Fakten informiert werden.
- Einmalkommunikation ist schädlich, die Kommunikation muss kontinuierlich stattfinden.
- Der gesamte Kommunikationsprozess darf nicht einseitig erfolgen. Er darf nicht nur informieren, sondern muss den Mitarbeitern das Gefühl vermitteln in die Entscheidungsfindung involviert zu sein.<sup>267</sup>

Ein wichtiger Stakeholderbereich wird bei einem Unternehmenszusammenschluss häufig völlig vergessen. Die Kommunikation mit den Lieferanten und Kunden. Die Lieferanten könnten sich um ihre Abnahmepartner und die Kunden um den verlässlichen Lieferanten sorgen. Um beiden Seiten gerecht zu werden, genügt häufig eine einfache Mitteilung, dass der Zusammenschluss erfolgte und die Geschäftsbeziehungen aufrecht erhalten werden.<sup>268</sup>

#### **6.4 Die Rolle des Managements bei Unternehmenstransaktionen**

Vorausgeschickt werden muss, dass die personalen Aspekte bezüglich des Managements bei Fusionen oder Übernahmen von Unternehmen nur sehr rudimentär behandelt werden. In der Diskussion, ob das Verbleiben des Top-Managements den Erfolg einer Transaktion positiv oder negativ beeinflusst, möchte ich zwei absolut konträre Auffassungen, anhand von zwei Zitaten voranstellen:

---

<sup>267</sup> Vgl. Strohmer, Michael F. (2001), S. 95. Eine ähnliche Darstellung findet sich in: Deekeling, Egbert (1999), S. 34f.

<sup>268</sup> Vgl. Strohmer, Michael F. (2001), S. 99.

1. „Innerhalb eine Jahres nach der Übernahme muss die akquirierenden Unternehmung ein neues Top-Management für die übernommene Unternehmung bereitstellen.“<sup>269</sup>
2. „...the acquisition of target’s top management may be a key attraction of the merger.“<sup>270</sup>

Während das erste Zitat die Überlegung in den Vordergrund stellt, dass der Rücktritt der Top-Manager angestrebt werden soll, berücksichtigt das zweite Zitat den Gedanken, dass mit dem Ausscheiden von Top-Managern hochgeschätztes Humankapital eingebüßt werden würde.

Nun stellt sich die Frage, ob der Weggang des Top-Managements einen Humankapitalverlust darstellt oder aber Wegbereiter für Restrukturierung und Innovation ist.

Zuerst soll der **Management-Wechsel als Misserfolgswfaktor** betrachtet werden. Eine Fusion schafft zu aller erst sich selbst die rechtlichen Voraussetzungen zum Wechsel der Mitarbeiter. Der Arbeitnehmer steht nicht in der Pflicht einem Übergang seines Vertrages auf den neuen Arbeitgeber zuzustimmen. Während der Käufer über §613a BGB – also über die Regelungen der Rechte und Pflichten beider Vertragsparteien im Zuge des Betriebsübergangs beim Asset Deal – grübelt<sup>271</sup>, erlischt das vertragliche Wettbewerbsverbot für die Mitarbeiter durch den Übergang der Unternehmen.<sup>272</sup>

Viele Widerstände in internen und externen Prozessen entstehen durch die ungenügende Detail- und Personenkenntnisse, die ein Wechsel des Managements mit sich bringt. Häufig verlassen die Manager mit den besten Qualifikationen das Unternehmen zuerst, da diese den zielgerichteten Abwerbungsverfahren der Headhunter und den damit einhergehenden Gehaltsverbesserungen erliegen. Mit Golden Parachutes (goldenen Fallschirmen)<sup>273</sup> lassen sich die Top-Manager in den USA beispielsweise für den Fall einer unerwünschten Übernahme finanziell absichern.

---

<sup>269</sup> Gomez, Peter/Weber, Burkhard (1989), S. 72.

<sup>270</sup> Walsh, James P. (1988), S. 174.

<sup>271</sup> Seit seiner Einführung 1972 gibt es – mitunter auch wegen der Novellierungen bzw. richtlinienkonformen Auslegung nach europäischem Recht – unter Juristen noch immer heftige Auseinandersetzungen und unzählige Gerichtsverfahren. Die Tatbestandsvoraussetzungen stehen dabei immer im Vordergrund.

<sup>272</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 428.

<sup>273</sup> Auch *Golden Handshake* genannt. In den USA gehen solche Abgangsentschädigungen bis zu 10 % des Unternehmenswertes und erreichen absolute Summen von mehreren Millionen US\$. Falls diese Summen bedeutende Beträge annehmen, kann eine Übernahme der Gesellschaft unattraktiv werden.

Weitere wesentliche Nachteile beim Verlust des Top-Managements sind die dann anfallenden Recruitingkosten und negative Reputationseffekte in den Märkten durch die verlorenen Beziehungsnetzwerke.<sup>274</sup> Ebenfalls wichtig ist die Übernahmerichtung der Akquisition. So sind branchenunverwandte Übernahmen stärker auf das Management angewiesen als horizontale. Eine durchgeführte Untersuchung bei 92 Unternehmen kam zu dem Ergebnis, dass zwischen der Fluktuationsrate des Top-Managements im Zielunternehmen und der Veränderung der Betriebsergebnis- und Umsatzentwicklung generell ein signifikanter negativer Zusammenhang besteht.<sup>275</sup> Das folgende Beispiel soll sichtbar machen, dass der Verlust des Managements negative Auswirkungen auf das Unternehmen haben kann und damit eine **wesentliche Determinante** des Akquisitionserfolges ist.

Das schwedische Unternehmen Pharmacia AB und Upjohn Co schlossen sich 1995 zusammen. Dieser Zusammenschluss war ein *Merger of Equals*. Damit kein Unternehmen die Dominanz haben sollte, wurde der neue Firmensitz nach London verlegt. Ein von Upjohn stammender Manager, wurde zum CEO ernannt. Dies führte dazu, dass viele schwedische Manager kündigten. Innerhalb eines Jahres fiel, was auf den Verlust des Humankapitals zurückgeführt wurde, der Aktienkurs um über 40 Prozent.<sup>276</sup>

Ein weiteres Kriterium, das vom Käufer beachtet werden muss, ist die Einstellung des Managements zur Transaktion. Eine ablehnende Haltung kann eine negative Motivationswirkung nach sich ziehen und damit den Integrationserfolg nachteilig beeinflussen. Sollte dies der Fall sein sollte über ein Wechsel des Managements des Zielunternehmens nachgedacht werden.

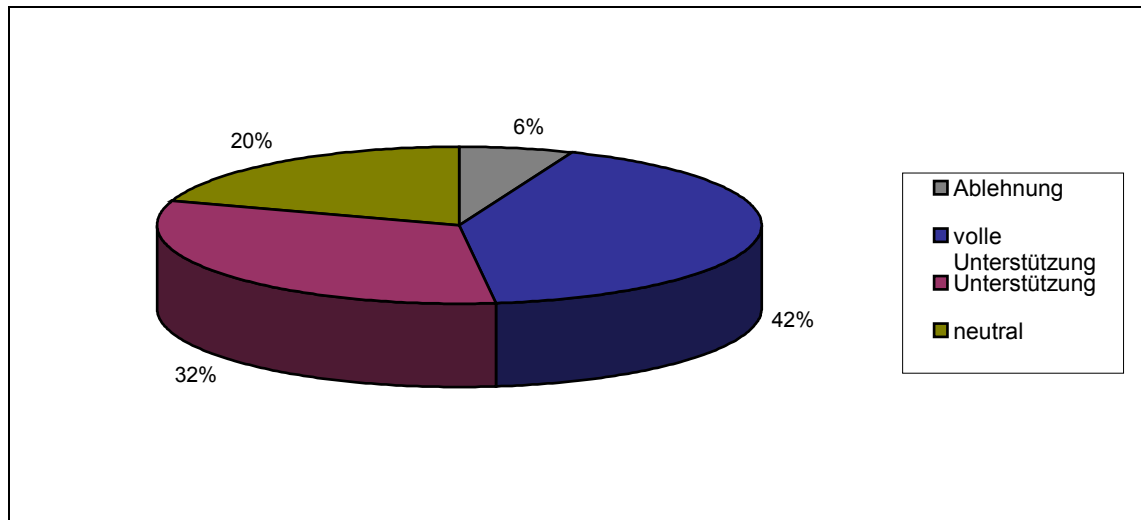
Die folgende Abbildung macht deutlich, dass in annähernd drei Viertel der analysierten Übernahmefälle das Managements des übernommenen Unternehmens der Transaktion positiv gegenübersteht. Eine ablehnende Haltung ist lediglich in sechs Prozent der Fälle festzustellen, wobei die Ausprägung *völlige Ablehnung* nicht auftritt.

---

<sup>274</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 428.

<sup>275</sup> Vgl. Gerpott, Thorsten J. (1993), S. 1289. Unklar bleibt hier, ob es sich bei der Fluktuation um die Ursache oder die Konsequenz von Erfolgsverschlechterungen handelt.

<sup>276</sup> Vgl. Habeck, Max M./Kröger, Fritz/Träm, Michael (1999), S. 56.



**Abb. 7: Einstellung des Managements zur Übernahme**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Bamberger, Burkhard (1993), S. 277

Dass das Ausscheiden von Managern und Führungskräften auch einen **positiven Effekt** haben kann, lässt sich wie folgt begründen.

1. Der Widerstand gegenüber Veränderungen ist bei *neuen* Führungskräften weitaus geringer als bei den *alten*. Ein neues Management ist nicht für die vor Jahren getroffenen Entscheidungen verantwortlich.
2. Ein neues Management bringt frischen Wind (Ideen, Innovationen) in das Unternehmen mit ein.
3. Zur Besetzung der neuen Führungspositionen werden im Rahmen eines Führungskräfteprogramms vom Käufer neue Führungskräfte vorbereitet, welche qualifizierter sind, als jene, die ausscheiden.<sup>277</sup>

So kann der Austausch des Managements im Zielunternehmen der Fusionslogik des Erwerbers folgen. Auch Kenneth J. Martin und John J. McConnell vertraten in ihrer *Disziplinierungshypothese*, nach der die Disziplinierung des Top-Managements des renditeschwachen Zielunternehmens eine wichtige Rolle spielt, die Auffassung, dass der Austausch des Top-Managements einen positiven Effekt hervorrufen kann. Sie zeigten anhand einer Studie von 253 US-Unternehmen von 1958 bis 1984, dass die Fluktuation des Top-Managements beim Zielunternehmen – gemessen nach zwei Jahren – dann ansteigt, wenn vor der Akquisition eine Underperformance vorlag.

<sup>277</sup> Vgl. Strohmer, Michael F. (2001), S. 145.

Konkret bedeutet dies, dass die Zielunternehmen, die ihren CEO auswechselten, 24 Monate nach der Transaktion eine höhere Eigenkapitalrendite ausgewiesen haben, als in den 48 Monaten vor dem Zusammenschluss der Unternehmen.<sup>278</sup> Interessant dabei: Die Ergebnisse waren unabhängig davon, ob es sich um eine freundliche oder unfreundliche Übernahme handelte.

Abschließend kann festgehalten werden, dass sich aus den wissenschaftlichen Analysen keine kausale Aussage über die Erfolgswirkung von Management-Fluktuationen ableiten lässt. Gleichwohl sind für die Mehrzahl der Transaktionen hinreichende Belege für die Problematik der Fluktuationen im Zielunternehmen im Hinblick auf den Post Merger-Erfolg gegeben.<sup>279</sup>

---

<sup>278</sup> Vgl. Martin, Kenneth J./McConnell, John J. (1991), S. 671ff.

<sup>279</sup> Vgl. Jansen, Stephan A. (2004), S. 431.

## 7. Schlussbetrachtung

Bei einem Anteil von Unternehmensakquisitionen mit Due Diligence in Höhe von 74% kann konstatiert werden, dass die Durchführung einer Due Diligence zum festen Bestandteil innerhalb des Akquisitionsprozesses gehört.<sup>280</sup> Die hohen Misserfolgsquoten bei M&A haben die Käuferunternehmen offenkundig für die besondere Entscheidungssituation und die Risiken des Unternehmenskaufs sensibilisiert.

Es darf jedoch nicht darüber hinweggetäuscht werden, dass bei Zusammenschlüssen von Unternehmen stets Probleme auftreten werden, da bei Integrationsprozessen immer Menschen beteiligt sind, welche schlussendlich für das Scheitern oder Gelingen einer Integration verantwortlich sind. Hieraus hat sich zum Beginn der Arbeit die Frage ergeben, inwieweit die Post-Merger-Integrationsphase beeinfluss- bzw. steuerbar ist. Um hierauf eine Antwort zu finden, wurde nach der Vorstellung des Ablaufs einer Due Diligence Prüfung auf die verschiedenen Unternehmenskulturen und ihre Rolle bei einer Fusion eingegangen. Der Schwerpunkt der Betrachtung wurde dabei auf die Hauptbestandteile der Post-Merger-Integration, nämlich den Kulturunterschieden, den Kommunikationsasymmetrien sowie dem Managementwechsel als möglichem Baustein zum Transaktionserfolg gelegt.

Die Beschäftigung mit der eigenen und der Kultur des übernommenen Unternehmens ist für den Transaktionserfolg unerlässlich. Zahlreiche Beispiele belegen, dass der sensible Umgang mit dem Begriff *Kultur* und mit deren Unterschieden, durchaus positive Synergien erzielen kann.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass heterogene Gruppen (wie sie bei Zusammenschlüssen zu finden sind) zu Entscheidungen höherer Qualität führen, wobei Grundvoraussetzung das richtige Management eben dieser kulturellen Unterschiede ist.

Der Versuch, kooperativ an der Verfolgung eines Ziels gemeinsam im Rahmen der Integration bei Mergers & Acquisitions zu arbeiten, erhöht in jedem Fall die Chance, in der Post-Merger Phase erfolgsoptimierend zu arbeiten.

---

<sup>280</sup> Vgl. Berens, Wolfgang/Strauch, Joachim (2002), S. 103.

Für die Zukunft kann die Entwicklung für die Unternehmensakquisitionen nur in Richtung der Due Diligence gehen. Denn durch die Due Diligence ist das Bestmögliche getan, um den erfolgreichen Abschluss der Transaktion und die anschließende Post Merger Integration der beteiligten Unternehmen zu gewährleisten.

Hans Krankl, ein ehemaliger Nationalspieler aus Österreich, hat mit seiner Aussage zum Erfolgsstreben seiner Fußballmannschaft unbewusst den Schlusssatz dieser Arbeit formuliert.

„Wir müssen gewinnen. Alles andere ist primär!“<sup>281</sup>

---

<sup>281</sup> [www.fussball-ist-unser-leben.de](http://www.fussball-ist-unser-leben.de)