

Due Diligence als Teil des M&A-Prozesses im Mittelstand

Von Christian Mertens, Christian Staby, Axel Steuernagel und Sophia Steuernagel

Die Due Diligence (Abkürzung: DD) stellt sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer eine wichtige Phase im M&A-Prozess dar. Ziel ist es, die im Geschäftsplan berücksichtigten Wachstums- und Synergiepotenziale sowie Risiken wirtschaftlicher und rechtlicher Art zu prüfen. Dauer und Umfang der DD hängen von der Zugänglichkeit der Informationen, Zeit- und Budgetrestriktionen sowie der Transaktionsgröße und -komplexität ab. Einen ersten Überblick über Elemente und Instrumente einer Due Diligence finden sich in der folgenden Abbildung.



Abb.: Elemente und Instrumente einer Due Diligence im Mittelstand

Stufe 1 – Elemente einer Due Diligence

Jede Due Diligence beinhaltet die Bereiche Finanzen, Recht, Steuern sowie einige auf die Überprüfung des Geschäftsmodells und -pläne sowie Chancen und Risiken abzielende Elemente (engl.: Commercial Due Diligence). Diese Elemente werden im Folgenden erläutert.

- **Element 1 – Finanzen:** Die Financial DD konzentriert sich auf die Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Zielunternehmens. Es werden Jahresabschlüsse und bestehende Kredit- und Finanzvereinbarungen geprüft. Zudem wird die Gewinn- und Verlustrechnung von Sonder- und Einmaleffekten bereinigt. Dies erfolgt durch einen Wirtschaftsprüfer (WP). Dieser kann weder der reguläre WP des Käufers noch der des Verkäufers sein, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Die Financial DD hat Einfluss auf Business Case, Finanzierung und Kaufpreis.
- **Element 2 – Recht:** Die Legal DD hat das Ziel, den potenziellen Käufer über alle wesentlichen rechtlichen Gegebenheiten und Risiken zu informieren. Dazu werden bestehende Verträge, laufende und potenzielle Rechtsstreitigkeiten, Compliance-Systeme und arbeitsrechtliche Vorgaben analysiert. Auch gesellschaftsrechtliche Risiken und Verpflichtungen des Unternehmens werden geprüft. Diese wird von dem Rechtsanwalt des Käufers erstellt als Basis für die Vertragsgestaltung.
- **Element 3 – Steuern:** Die Tax DD konzentriert sich auf die Identifikation und Bewertung steuerlicher Risiken im Rahmen der Transaktion. Dabei berücksichtigt sie die spezifische Transaktionsstruktur (Verkauf Anteile oder Vermögensgegenstände), analysiert historische Steuerrisiken, mögliche Transaktionssteuern (z.B. Grunderwerbsteuern) und die zukünftige Steuerbelastung. Zudem wird geprüft, ob gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen steuerneutral umgesetzt werden können. Die Ergebnisse beeinflussen Finanzierung, Kaufpreisgestaltung und Vertragsstruktur. Sie wird durch einen Steuerberater durchgeführt.
- **Element 4 – Geschäftsmodell und -pläne:** Im Rahmen der Commercial DD werden die Nachhaltigkeit der Geschäftspläne, Chancen und Risiken in Markt und Wettbewerb sowie Stärken und Schwächen des Unternehmens analysiert. Zudem gilt es, Synergiepotenziale mit dem Käufer zu identifizieren. Diese Informationen fließen in den finalen Business Case des Käufers mit ein. Die Commercial DD hat verschiedene Elemente (siehe Abbildung 4.5), die je nach Unternehmenstyp, Branche und Herausforderung stärker oder weniger stark in den Vordergrund treten. Im Mittelstand wird sie zumeist durch das Team des Käufers vollzogen, unterstützt durch den M&A-Berater oder andere Experten.

Stufe 2 – Instrumente einer Due Diligence

Bei der Durchführung einer DD gibt es verschiedene Instrumente, die ein Käufer einsetzt, um die notwendigen Informationen zu erlangen: Sichtung des Datenraums, Management-Präsentation, Experteninterviews und Besichtigung der wesentlichen Standorte.

- **Instrument 1 – Datenraum:** In dem sogenannten „Datenraum“ werden die wesentlichen Unternehmensinformationen von dem Verkäufer abgelegt, in elektronischer Form, weshalb auch von einem Virtuellen Datenraum (Engl.: Virtual Data Room, VDR) gesprochen wird. Dieser enthält zum Beispiel Finanzberichte, Verträge und Urkunden, Organigramme, Geschäftspläne, Mitarbeiterlisten und -verträge, Patente sowie Informationen zum Produkt. Besonders vertrauliche Informationen wie zum Beispiel zur Intellectual Property (IP) werden in dieser Phase nicht im Datenraum hinterlegt. Bei Verträgen mit Kunden werden aus wettbewerbsrechtlichen Gründen wesentliche Informationen anfangs nur geschwärzt gezeigt, in einer besonderen Sektion (engl.: Clean Room).
- **Instrument 2 – Management-Präsentationen:** Ein wichtiges Element der DD sind die als „Management-Präsentationen“ bekannten Treffen des Käufers mit dem Management und/oder dem Eigentümer des Zielunternehmens. Die dazu erstellten Präsentationen gehen stärker in Details als vorher verteilte Informationen und klären offene Fragen des Käufers.
- **Instrument 3 – Experteninterviews:** Sogenannte „Experteninterviews“ erfolgen im Anschluss oder parallel zu der allgemeinen Management-Präsentation mit internen Experten und/oder Beratern des Zielunternehmens, um die allgemeine Präsentation zeitlich von Spezialthemen zu entlasten. Typische Themen sind Jahresabschluss, Steuern, Personal, IT, Vertrieb oder Produktion.
- **Instrument 4 – Standortbesichtigungen:** Standortbesichtigungen sind ein wichtiger Bestandteil der Due Diligence, da sie einen direkten Einblick in die Betriebsabläufe, Arbeitsumgebung, Infrastruktur und Qualitätsstandards ermöglichen. Sie bieten eine

umfassende Einschätzung der physischen Gegebenheiten und helfen, das Unternehmen ganzheitlich zu bewerten.

Stufe 3 – Praxistipps für Käufer

Im Folgenden werden Praxistipps genannt, die dem Käufer helfen sollen, die Due Diligence effizient zu gestalten und fundierte Entscheidungen zu treffen. Ein M&A-Berater kann dabei hilfreich sein, diese Empfehlungen erfolgreich in der Praxis umzusetzen.

- **Sorgfältige Prüfung und Anforderung relevanter Informationen:** Der Käufer sollte sicherstellen, dass die bereitgestellten Informationen den Anforderungen an Zuverlässigkeit, Unabhängigkeit, Präzision und Vollständigkeit entsprechen, um fundierte Entscheidungen treffen zu können. Da der Datenraum zu Beginn der Due Diligence nicht immer alle relevanten Informationen enthält, werden viele Dokumente im Laufe des Prozesses nachgereicht. Dies erfolgt üblicherweise auf Basis von Informationsanfragelisten des Käufers (engl.: Due Diligence Request Lists).
- **Klärung offener Fragen im Datenraum:** Oft entstehen während der Prüfung Rückfragen, deren Antworten ebenfalls im Datenraum hinterlegt werden, um die Dokumentation zu vervollständigen und potenzielle Haftungsrisiken zu minimieren. In vielen Fällen wird hierfür eine spezifische VDR-Software mit einem integrierten Frage-und-Antwort-Tool genutzt.
- **Management-Präsentationen zur Unternehmensanalyse und Kennenlernen des Managements:** Diese Treffen ermöglichen dem Käufer, das Unternehmen besser kennenzulernen. Im Fokus stehen dabei das Geschäftsmodell, Stärken und Schwächen, Synergiepotenziale sowie die Unternehmenskultur. Zudem gewinnt der Käufer einen Eindruck vom Management des Zielunternehmens. Gleichzeitig sollte er sich dem Verkäufer als kompetenter und vertrauenswürdiger Partner präsentieren.
- **Experteninterviews zur Vertiefung spezifischer Fachbereiche:** Experteninterviews sind für den Käufer entscheidend, da sie ihm ermöglichen, tiefere Einblicke in spezifische Fachbereiche des Zielunternehmens zu erhalten. Sie ergänzen die allgemeine Management-Präsentation, indem sie Spezialthemen wie Finanzen, Steuern, Personal, IT, Vertrieb oder Produktion detailliert behandeln. So kann der

Käufer potenzielle Risiken besser einschätzen und Synergiepotenziale gezielt identifizieren.

- **Standortbesichtigungen für ein umfassendes Unternehmensbild:** Der Käufer sollte in jedem Fall die wesentlichen Standorte des Zielunternehmens besichtigen, um mehr Details über Prozesse, Arbeitsumgebung, Sauberkeit und Qualitätsprozesse, Infrastruktur und physische Ressourcen zu erfahren. Damit erhält er ein ganzheitliches Bild von dem Unternehmen.
- **Zusicherung von Exklusivität:** Aus Käufersicht wäre es wünschenswert, sich Exklusivität für die Due Diligence zu sichern, da er die Kosten für externe Berater wie Anwälte, Wirtschaftsprüfer und Steuerberatern tragen muss. In Auktionssituationen gibt es jedoch keine Exklusivität während der Due Diligence. Ausnahmen sind ein zweistufiger Due Diligence Prozess, bei dem der selektierte Bieter parallel zu den Verhandlungen eine bestätigende, externe Due Diligence (externe Kosten) durchführt. Das verbindliche Angebot wurde dabei lediglich auf Basis einer kommerziellen Due Diligence erstellt.
- **Finale Unternehmensbewertung und Angebotsanpassung:** Am Ende der DD werden die Ergebnisse in Berichten zusammengefasst (engl.: Due Diligence Reports), die auch konkrete Handlungsempfehlungen zur Reduzierung und Eliminierung der identifizierten Risiken enthalten. Anhand der Ergebnisse der Due Diligence kann der potenzielle Käufer die Unternehmensbewertung und sein Angebot noch einmal anpassen oder bestätigen. Dies wird als verbindliches Angebot (engl.: Confirmatory Offer, kommerziell nicht rechtliches Angebot) bezeichnet.

Stufe 4 – Praxistipps für Verkäufer

Im Folgenden werden Praxistipps erläutert, die dem Verkäufer helfen, die Due Diligence effizient zu steuern, relevante Informationen gezielt bereitzustellen und vertrauliche Daten zum richtigen Zeitpunkt offenzulegen. Ein M&A-Berater kann dabei unterstützen, diese Tipps umzusetzen.

- **Arten und Dichte der Informationen im Datenraum:** Ein Datenraum sollte vom Verkäufer modular strukturiert werden, mit typischen Modulen wie Personal/

Mitarbeiter, Produktion, Innovationen, Produkt, Finanzen, Recht/ Verträge, IT und Umwelt. Der Verkäufer sollte am Anfang der Due Diligence die wesentlichen Informationen (Jahresabschlüsse, Organigramme etc.) bereitstellen, um einen professionellen Eindruck zu hinterlassen und den Prozess nicht unnötig in die Länge zu ziehen. Es besteht aber nicht der Anspruch auf Vollständigkeit. Erst im späteren Verlauf der Due Diligence werden detaillierte und sensiblere Informationen zur Verfügung gestellt. Alles, was der Verkäufer offenlegt, gilt als veröffentlicht (engl.: Disclosed). Dadurch ist der Verkäufer zwar nicht per se vom Haftungsrisiko befreit. Die Auslegung der Haftung ist häufig eine juristische Streitfrage. Die genaue Dokumentation der Offenlegung von Informationen ist jedoch in jedem Fall ratsam. Hochvertrauliche Daten wie Verträge mit Kunden und Partnern bleiben jedoch geschwärzt. Diese Daten werden in einem speziellen Bereich des virtuellen Datenraums (engl.: Clean Room) abgelegt, der eine zusätzliche Vertraulichkeitserklärung (engl.: Clean Room Agreement) erfordert. Eine Offenlegung erfolgt erst kurz vor der Unterzeichnung des Kaufvertrages unter Berücksichtigung wettbewerbsrechtlicher Vorgaben sowie Vereinbarungen mit Kunden und Partnern.

- **Beantwortung von Fragen und Involvierung des Teams:** Im Verlauf der Due Diligence werden detailliertere Fragen zu Prozessen, Geschäftsmodell und Finanzen zugelassen und beantwortet. Das erfolgt aufgrund eines Frage-und-Antwort-Tool im virtuellen Datenraum. Dazu wird ein breiterer Kreis von Teammitgliedern involviert. Dieser beschränkt sich allerdings auf die Management- (Geschäftsführer-) und Experten-Ebene (Steuern, Personal etc.). Wichtig ist hier, dass die Beantwortung der Fragen nur über eine Koordinationsstelle geht, die auch für das Filtern von unerwünschten Themen verantwortlich ist. Das ist im Mittelstand zumeist ein M&A-Berater.
- **Gezielte Vorbereitung von Management-Präsentationen:** Das Treffen der Interessenten mit dem Management sollte persönlich erfolgen, unter Teilnahme der für den Geschäftserfolg wesentlichen Manager, üblicherweise zwischen zwei und fünf, je nach Größe des Unternehmens. Letztere bereiten eine Management-Präsentation zu ihrem Verantwortungsbereich vor und beantworten dazu Fragen. Diese beruht auf dem Information Memorandum und geht gezielt in die Tiefe und

Breite auf Themengebieten, die sich durch die Fragen der Interessenten als kritisch herausstellen. Eine kompetente Entwicklung dieser Präsentationen und eine persönliche Vorbereitung der Teilnehmer ist wichtig. Hierfür ist der M&A-Berater verantwortlich. Die Management-Präsentation und auch Protokolle des Treffens sollten später im Datenraum integriert werden, um auch hier die Informationsvermittlung zu dokumentieren.

- **Experteninterviews zur Ergänzung der Management-Präsentationen:** Es empfiehlt sich, die Management-Präsentationen nicht zu überladen. Dazu gibt es zu spezifischen Fachthemen (z.B. Steuern, Personal, Finanzen) Interviews mit internen Experten, in denen sich der Käufer detailliert informieren kann, idealerweise auf Basis der vorher im Datenraum gestellten Fragen.
- **Durchführung von Standortbesuche mit der notwendigen Sensibilität:** Ein wesentlicher Bestandteil der operativen Due Diligence ist der Besuch von wesentlichen (sofern zeitlich möglich von allen) Produktions-, F&E- und Distributionsstandorten. Anderweitig ist eine Überprüfung der Produktionsabläufe, der Warenflüsse, der Logistik, der Einhaltung von Umweltstandards und der Entwicklungsprozesse nicht möglich. Dies sollte aber mit der notwendigen Sensibilität behandelt werden. Die Besucher werden durch den Eigentümer und seinen Berater begleitet. Bei der Information der Mitarbeiter wird ein wahrer, aber allgemein gehaltener Grund genannt, so zum Beispiel „Besuch eines möglichen Kooperationspartners“. Der Besuch erfolgt zumeist erst in der letzten Phase der Due Diligence.
- **Auswahl und Anzahl der Käufer in der Due Diligence:** Im Falle einer Auktion gilt es, auf Basis der erhaltenen unverbindlichen Angebote (engl.: Non-Binding-Offer, NBO) zu entscheiden, mit wieviel und welchen Anbietern der Verkäufer in die Due Diligence (DD) geht. Hier gibt es verschiedenste Varianten, die abhängig von der Verhandlungsposition des Verkäufers und den Unterschieden zwischen den Angeboten der Interessenten sind:

Bei einem sehr begehrten und auch eher größeren Verkaufsobjekt sowie mehreren attraktiven NBOs werden am besten mehrere Anbieter in der DD berücksichtigt. Am

Ende der DD-Phase geben die Anbieter dann ein bestätigendes oder modifiziertes Angebot (engl.: confirmatory offer) ab, auf deren Basis dann für die Verhandlung Exklusivität vergeben werden kann. Aufgrund der Attraktivität des Objektes nehmen die Interessenten das Risiko in Kauf, externe Kosten für Anwälte, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater zu verursachen, ohne die Sicherheit zu haben, zum Zug zu kommen.

In anderen Fällen wird eine Commercial Due Diligence Phase vorgeschaltet, bei der verschiedene Interessenten nur mit internen Ressourcen und somit ohne zusätzliche Kosten ihre Annahmen zum Business Case vertiefen können, häufig durch Management-Präsentationen und eine grobe Sichtung des Datenraums. Auf dieser Basis geben sie modifizierte oder bestätigende Angebote ab oder ziehen sich aus dem Prozess zurück. Der Verkäufer vergibt dann an den attraktivsten Anbieter Exklusivität für eine beschränkte Zeit. Dann erfolgt eine zweite Phase, in der der Interessent externe Ressourcen für die Themen Recht, Steuern und Finanzen bereitstellt, um einen offiziellen, auch von den finanzierenden Banken anerkannten Due Diligence Report zu entwickeln.

Auch gibt es Situationen, in denen es zwar mehrere NBOs gibt, allerdings eins aus verschiedenen Gründen deutlich attraktiver ist als die anderen. Hier entscheidet sich der Verkäufer manchmal, nur mit einem Anbieter in die Due Diligence zu gehen. Das hat die Vorteile, dass dieser Prozess einfacher, schneller und mit weniger Managementfokus erfolgt. Hier sollte die Due Diligence aber zeitlich begrenzt werden, um andere potenzielle Anbieter nicht zu verlieren und den Verhandlungsdruck weiter aufrecht zu erhalten.

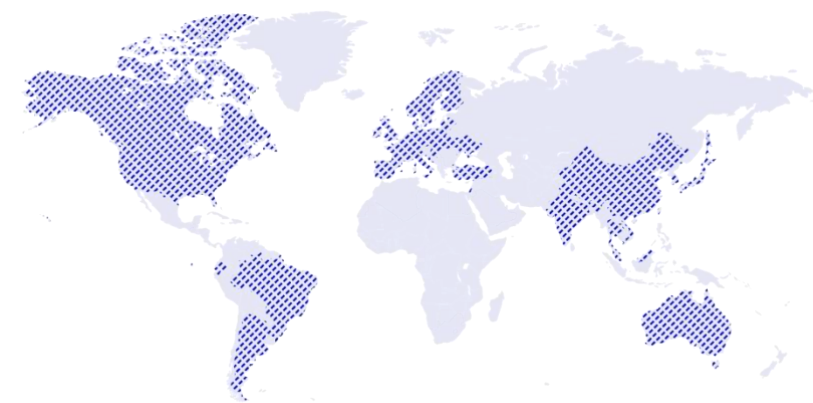
- **Draft Purchase Agreement:** Der Rechtsberater des Verkäufers erstellt einen Entwurf der Vertragsdokumente (engl.: Draft Purchase Agreement) und lädt diesen in den virtuellen Datenraum hoch. Diese sind in der Regel in dieser Phase verkäuferfreundlich. Der potentielle Erwerber soll diesen Entwurf entweder kommentieren oder überarbeiten und zusammen mit dem verbindlichen Angebot abgeben. Dadurch kann der Verkäufer zu seiner Entscheidung nicht nur die Höhe des

Preises sondern auch die vom Erwerber geforderten wesentlichen Vertragsbestandteile zu seiner Entscheidung hinzuziehen.

- **Finanzierungsbestätigung:** Ein wesentlicher Bestandteil des verbindlichen Angebots ist eine Finanzierungsbestätigung (ohne Gremium Vorbehalt) des Käufers.

Über S&P

Mit seiner Gründung im Jahr 1989 ist S&P einer der traditionellsten deutschen Beratungen für Mergers & Acquisitions im Mittelstand. Als Mitgründer der inzwischen weltweit führenden Gruppe M&A Worldwide mit 43 Büros in 34 Ländern ist S&P international



hervorragend vernetzt. Die auf die Büros in Düsseldorf, Essen und München verteilten Partner haben langjährige Berufserfahrung als Manager, Unternehmer und Berater. Sie haben

selbst Unternehmen geleitet. Heute beraten sie Unternehmer und Investoren bei Unternehmenskäufen und -verkäufen, bei deren Vorbereitung sowie bei der Integration der erworbenen Unternehmen nach dem Grundsatz „Unternehmer für Unternehmer“ versiert, vertrauensvoll und auf Augenhöhe.

Über die Autoren

Prof. Dr. Axel Steuernagel ist Geschäftsführer von S&P, Christian Mertens Managing Partner im Düsseldorfer Büro, Christian Staby Partner im Münchner Büro und Sophia Steuernagel Associate im Münchner Büro.