

Wolfgang Koch

A photograph of a man in a dark suit and tie, looking thoughtfully at several large, light-colored puzzle pieces he is holding in his hands. The background is dark, making the puzzle pieces stand out.

# Praktiker-Handbuch Due Diligence

Ganzheitliche Analyse und Bewertung  
von Unternehmen

3. Auflage

**eBook**  
SCHÄFFER  
POESCHEL



Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,  
vielen Dank, dass Sie dieses E-Book erworben haben. Damit Sie das Produkt optimal nutzen können, möchten wir Sie gerne auf folgende Navigationsmöglichkeiten hinweisen:

Die Verlinkungen im Text ermöglichen Ihnen eine schnelle und komfortable Handhabung des E-Books. Um eine gewünschte Textstelle aufzurufen, stehen Ihnen im Inhaltsverzeichnis und im Register als Link gekennzeichnete Kapitelüberschriften bzw. Seitenangaben zur Verfügung.

Zudem können Sie über das Adobe-Digital-Editions-Menü »Inhaltsverzeichnis« die verlinkten Überschriften direkt ansteuern.

Erfolgreiches Arbeiten wünscht Ihnen  
der Schäffer-Poeschel Verlag

Ergänzende Unterlagen zum Buch bieten wir Ihnen unter [www.schaeffer-poeschel.de/webcode](http://www.schaeffer-poeschel.de/webcode) zum Download an.

Ihr persönlicher Webcode:

**3079-DaCXH**

---

Wolfgang Koch

# Praktiker-Handbuch Due Diligence

Ganzheitliche Analyse und Bewertung von Unternehmen

3., vollständig überarbeitete Auflage

2011  
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

---

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation  
in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

E-Book ISBN 978-3-7992-6644-4

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.  
Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes  
ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar.  
Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen,  
Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung  
in elektronischen Systemen.

© 2011 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft • Steuern • Recht GmbH  
[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)  
[info@schaeffer-poeschel.de](mailto:info@schaeffer-poeschel.de)

Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt/Melanie Frasch  
Satz: DTP + TEXT Eva Burri, Stuttgart · [www.dtp-text.de](http://www.dtp-text.de)

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart  
Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblatt

Meinen Kindern Stella Bettina und Matthias  
in liebevoller Zuneigung  
und freundschaftlicher Verbundenheit gewidmet.



---

## Vorwort zur 3. Auflage

Nach der ersten Auflage in 1998 und der zweiten Auflage in 2002 soll jetzt, fast zehn Jahre nach der letzten Auflage, die dritte Auflage dieses Praktiker-Handbuches Due Diligence folgen.

Die ersten zehn Jahre des neuen Jahrtausends sind durch einige fehlgeschlagene Entscheidungen geprägt worden, bei denen man sich im Vorfeld eine genauere Untersuchung gewünscht hätte.

Die Verteilung amerikanischer Kreditrisiken hat zu einer unfassbaren Finanzkrise geführt. Diese Krise wurde durch die amerikanische Politik des billigen Geldes angeregt: Hauskäufer, die sich eigentlich kein Haus leisten können, erhielten billige Kredite, Derivate wurden ausgegeben, die mit komplexen mathematischen Modellrechnungen und dubiosen Ratingurteilen schön geredet wurden, in Wirklichkeit aber die weitgehend wertlosen Kreditforderungen enthielten. Sie wurden von gierigen Investmentbankern an ebensolche weitergegeben und lösten nach ersten Ausfällen eine weltumfassende Finanzkrise aus. Andere amerikanische Investmentbanker haben durch unglaubliche Bilanztricks ein verschwenderisch mit geliehenem Geld umgehendes Griechenland (z. B. dass der Erlös aus dem Verkauf von zukünftigen Einnahmen als Eigenkapital statt als Darlehen ausgewiesen wird) an nicht sehen wollenden Politikern vorbei in die Eurozone gehievt. Hierdurch wurde die EURO-Krise ausgelöst, die auch wegen der Auswirkung auf andere Länder noch lange nicht ausgestanden ist.

Zeit also, sich auf die alten europäischen Tugenden zu besinnen und Entscheidungen durch sorgfältige Analysen vorzubereiten. Hier setzt die dritte Auflage dieses Praktiker-Handbuches an.

Bei der Analyse von Unternehmen für Entscheidungen zu Kauf, Verkauf, Kreditierung oder Börseneinführung bietet dieses Praktiker-Handbuch wie auch in den Voraufgaben einen praktischen Leitfaden. Alle Bereiche einer ganzheitlichen Unternehmensanalyse sind nochmals kritisch durchgesehen und über redaktionelle Ansätze hinaus durchgehend aktualisiert und ergänzt worden. Darin spiegeln sich auch die Erfahrungen des Autors aus einem Vierteljahrhundert Beschäftigung mit der Analyse und Bewertung von Unternehmen wider.

Besonders wichtig erscheint mir, dass die Unternehmensanalyse oder Due Diligence nicht mehr auf einen bestimmten Anlass fokussiert, sondern dass sie als ein Führungstool verstanden wird. Es wird daher im Folgenden zwischen der argumentationsorientierten Due Diligence und der führungsorientierten Due Diligence unterschieden. Mit diesem Führungstool können der Unternehmer oder der Vorstand/Geschäftsführer zum nachhaltigen Erfolg des Unternehmens wesentlich beitragen, indem sie eine Due Diligence mit Erstellung eines Weißbuches durchführen lassen, ohne dass es einen konkreten Anlass wie z. B. den Verkauf des Unternehmens gibt. Die daraus resultierenden Erkenntnisse können dann in die operative Tätigkeit einfließen.

Damit ist eine wesentliche Neuerung in der dritten Auflage dieses Praktikerhandbuches die Auseinandersetzung mit der führungsorientierten Due Diligence und dem Weißbuch, das wie ein Gutachten die Ergebnisse der Unternehmensanalyse darstellt und in einem

Dreiklang von Dokumentation, Beratung und Kommunikation verwendbar ist. Das daraus resultierende Steigerungspotenzial der Unternehmensergebnisse dürfte das Berater-Honorar um ein Vielfaches übertreffen. Dieser neue Ansatz für eine Unternehmensanalyse wird mit der Neuauflage des Buches eingeführt und dem praktischen Teil vorangestellt. Dementsprechend wird in den Darstellungen der einzelnen Bereiche jeweils zwischen der führungsorientierten und der argumentationsorientierten Due Diligence unterschieden.

Wichtig ist mir auch eine Unterscheidung zwischen den Soft Facts und den »leisen Zeichen«. Diese Begriffe sind gegenüber den Voraufgaben nochmals in ihrer Bedeutung spezifiziert und voneinander abgegrenzt worden. Die leisen Zeichen sind Frühindikatoren für Entwicklungen, die das Unternehmen positiv oder negativ beeinflussen werden. Soft Facts sind dagegen die weichen Faktoren, die Öl oder Sand im Getriebe des Unternehmens darstellen. Zu den Soft Facts gehört auch eine Positionierung des Unternehmens zu »Unternehmenswerten« im übertragenen Sinn. Auch hier waren Ergänzungen zur Voraufgabe erforderlich. Sowohl die Soft Facts als auch die leisen Zeichen haben große Auswirkungen auf die nachhaltige Entwicklung des Unternehmens.

Neu sind weiter die Darstellung des Risikomanagements und der Compliance in der organisatorischen Due Diligence und die Beleuchtung der Vorteile der Segmentbildung in der finanziellen Due Diligence. Bei den Sonderfällen der Due Diligence wird erstmals auf Start-ups, kleine und mittelständische Unternehmen (KMU), Börseneinführungen und Management-Buy-out-Fälle eingegangen.

Im Bereich der Unternehmensbewertung, die regelmäßig bei der argumentationsorientierten Due Diligence durchgeführt wird, waren aufgrund der Erfahrungen aus der Praxis kritische Anmerkungen erforderlich. Hier wird gerade bei der Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses stärker auf eine Begründung aus den unternehmensinternen Kriterien abgestellt. Auf mathematische Scheingenauigkeiten darf verzichtet werden.

Wie in den Voraufgaben ist dieses Werk als Praktiker-Handbuch konzipiert. Für eine bessere Lesbarkeit sorgen zum einen der Verzicht auf Literaturzitate (bis auf sehr wenige Ausnahmen), zum anderen eine betont praxisbezogene Darstellung. Zur vertiefenden wissenschaftlichen Aufbereitung der einzelnen Themen der Due Diligence und der Unternehmensbewertung gibt es genügend Literatur, auf die gern verwiesen wird. Die hier propagierte Ganzheitlichkeit erfordert eben auch einen schnellen Überblick. Sonst kann es dem Gutachter wie dem Sanitäter gehen, der sich intensiv mit einer Schürfwunde am Kopf des Verkehrsopters beschäftigt und dabei übersieht, dass der Verletzte gerade an einer klaffenden Beinwunde verblutet. Manchmal ist es wichtiger, die notwendigen Fragestellungen zu kennen, als ein Buch in die Hand zu nehmen, in dem vermeintlich alle Antworten enthalten sind. Ein solches Buch gibt es übrigens – zum Glück – nicht!

Verbesserungsvorschläge, zustimmende und kritische Hinweise werden gerne unter [w.koch@kwu-online.de](mailto:w.koch@kwu-online.de) entgegengenommen.

Allen, die durch Großzügigkeit, liebenswürdige Unterstützung und profunde Sachkenntnis zu diesem Buch beigetragen haben, gilt mein aufrichtiger Dank.

## Inhalt Download-Bereich

Ergänzende Unterlagen zum Buch bieten wir Ihnen unter [www.schaeffer-poeschel.de/webcode](http://www.schaeffer-poeschel.de/webcode) zum Download an. Für den Zugriff auf die Daten verwenden Sie bitte Ihre E-Mail-Adresse und Ihren persönlichen Webcode, den Sie ganz vorne im Buch finden.

Im Einzelnen finden Sie im Download-Bereich:

- Umfassende Checkliste für eine Financial Due Diligence (Word-Dokument)
- Umfassende Checkliste für eine Legal und Tax Due Diligence (Word-Dokument)
- Umfassende Checkliste für eine Psychological Due Diligence (Word-Dokument)
- Sämtliche Tabellen und Abbildungen des Buches (PDF-Dokument)



---

# Inhaltsübersicht

<b>1</b>	<b>Einleitung</b> .....	1
1.1	Der Begriff der Due Diligence .....	1
1.2	Philosophie der Due Diligence .....	2
1.3	Vorteile einer Due Diligence .....	6
1.4	Fazit .....	7
<b>2</b>	<b>Anwendungsmöglichkeiten der Due Diligence</b> .....	9
2.1	Führungsorientierte Due Diligence.....	9
2.2	Argumentationsorientierte Due Diligence .....	20
<b>3</b>	<b>Verfahren der Due Diligence</b> .....	33
3.1	Vorbereitung der Due Diligence .....	33
3.2	Durchführung der Due Diligence .....	46
3.3	Sonderformen der Due Diligence .....	58
<b>4</b>	<b>Themenbereiche der Due Diligence</b> .....	63
4.1	Markt und Wettbewerb (Market Due Diligence) .....	64
4.2	Technik und Produktion (Technical Due Diligence) .....	74
4.3	Umwelt (Environmental Due Diligence) .....	79
4.4	Organisation (Organisational Due Diligence) .....	83
4.5	Recht und Steuern (Legal and Tax Due Diligence) .....	94
4.6	Psychologie und Kultur (Psychological Due Diligence) .....	104
4.7	Plausibilität der Planung (Financial Due Diligence).....	116
<b>5</b>	<b>Sonderfälle der Due Diligence</b> .....	139
5.1	Synergien .....	139
5.2	Start-ups .....	142
5.3	Betriebsteile und Konzernunternehmen .....	145
5.4	Kleine und mittelständische Unternehmen .....	148
5.5	Börseneinführung .....	152
5.6	Management-Buy-out .....	154
5.7	Sanierungsunternehmen .....	156

<b>6</b>	<b>Umsetzung der Ergebnisse der Due Diligence</b> .....	167
6.1	Bei der führungsorientierten Due Diligence .....	167
6.2	Bei Kauf/Verkauf eines Unternehmens .....	174
<b>7</b>	<b>Anmerkungen zur Unternehmensbewertung</b> .....	181
7.1	Grundlagen der Unternehmensbewertung .....	181
7.2	Gängige Unternehmensbewertungsverfahren.....	183
7.3	Unlösbarkeit des Unsicherheitsproblems .....	198
7.4	Das nachhaltige Ergebnis als wesentliche Bewertungsgrundlage .....	203
<b>8</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b> .....	211
	Anhang .....	213
	Register .....	227
	Der Autor .....	229

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 3. Auflage .....	VII
<b>1 Einleitung</b> .....	1
1.1 Der Begriff der Due Diligence .....	1
1.2 Philosophie der Due Diligence .....	2
1.3 Vorteile einer Due Diligence .....	6
1.4 Fazit .....	7
<b>2 Anwendungsmöglichkeiten der Due Diligence</b> .....	9
2.1 Führungsorientierte Due Diligence .....	9
2.1.1 Philosophie .....	9
2.1.2 Inhalt des Weißbuchs .....	10
2.1.2.1 Basisinformationen zur Gesellschaft .....	10
2.1.2.2 Marktanalyse .....	11
2.1.2.3 Betonung der Stärken und Chancen .....	11
2.1.2.4 Ausführungen zu Schwächen und Risiken .....	11
2.1.2.5 Ausführungen zu sensiblen Sachverhalten .....	12
2.1.2.6 Plausibilität der Strategie und der Planung .....	12
2.1.2.6.1 Darstellung der Entwicklung in der Vergangen-	
heit .....	12
2.1.2.6.2 Darstellung von Strategie und Planung .....	13
2.1.2.7 Darstellung der Soft Facts im Unternehmen .....	14
2.1.2.8 Darstellung der stillen Reserven und des nicht betriebs-	
notwendigen Vermögens .....	14
2.1.3 Funktionen des Weißbuchs .....	15
2.1.3.1 Dokumentation .....	15
2.1.3.2 Check-up .....	16
2.1.3.3 Verbesserungspotenzial .....	16
2.1.3.4 Strategie und Planung .....	16
2.1.3.5 Kommunikation mit den Stakeholdern .....	17
2.1.3.6 Argumentation .....	18
2.1.4 Vergleich mit anderen Formen der Berichterstattung .....	19
2.1.5 Fazit .....	20
2.2 Argumentationsorientierte Due Diligence .....	20
2.2.1 Due Diligence und Bewertung aufgrund gesetzlicher	
Bestimmungen .....	21
2.2.1.1 Ausscheiden eines Gesellschafters .....	21
2.2.1.2 Abfindungen gemäß §§ 304, 305 AktG .....	22
2.2.1.3 Verschmelzungen, Vermögensübertragungen oder	
Umwandlungen .....	23

2.2.1.4	Steuerliche Erhebungen .....	23
2.2.1.5	Zugewinnausgleich im Scheidungsverfahren .....	24
2.2.1.6	Enteignungen .....	24
2.2.1.7	Private Purchase Allocation nach IFRS .....	25
2.2.2	Due Diligence und Bewertung aufgrund wirtschaftlicher Ansätze.....	25
2.2.2.1	Kauf/Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen .....	25
2.2.2.2	Börseneinführung.....	26
2.2.2.3	Eigenkapitalaufnahme bei Dritten.....	27
2.2.2.4	Fremdkapitalaufnahme bei Banken.....	27
2.2.2.5	Management-Buy-out .....	28
2.2.2.6	Sanierungen .....	28
2.2.2.7	Umstrukturierungen/Spaltungen .....	29
2.2.2.8	Gesellschaftsrechtliche Schiedsverträge.....	29
2.2.2.9	Privatisierungen der öffentlichen Hand .....	29
2.2.2.10	Erbaueinandersetzungen .....	29
2.2.3	Fazit .....	30
<b>3</b>	<b>Verfahren der Due Diligence.....</b>	<b>33</b>
3.1	Vorbereitung der Due Diligence .....	33
3.1.1	Eingrenzung der Analyseschwerpunkte.....	34
3.1.2	Zusammenstellung der Basisunterlagen .....	35
3.1.3	Auswahl und Beauftragung des Gutachters.....	40
3.1.4	Kosten einer Due Diligence .....	42
3.1.5	Zusammenstellung des Due Diligence-Teams.....	43
3.1.6	Fazit .....	45
3.2	Durchführung der Due Diligence .....	46
3.2.1	Vertraulichkeitserklärung .....	46
3.2.2	Grundsätze einer Due Diligence.....	46
3.2.3	Ablauf der Due Diligence .....	52
3.2.4	Dokumentation und Berichterstattung.....	54
3.2.5	Fazit .....	57
3.3	Sonderformen der Due Diligence .....	58
3.3.1	Schwerpunkt-Due Diligence .....	59
3.3.2	Kurz-Due Diligence.....	59
3.3.3	Branchen-Due Diligence.....	61
3.3.4	Fazit .....	61
<b>4</b>	<b>Themenbereiche der Due Diligence .....</b>	<b>63</b>
4.1	Markt und Wettbewerb (Market Due Diligence).....	64
4.1.1	Analyse der globalen Umwelt .....	65
4.1.2	Analyse des rechtlichen Markt- und Wettbewerbsumfeldes.....	66
4.1.3	Marktanalyse.....	67



4.5.7.4	Lohnsteuerrechtliche Risiken und andere Abzugssteuern .....	102
4.5.7.5	Rückzahlungsrisiken aus Subventionen .....	102
4.5.8	Fazit .....	102
4.6	Psychologie und Kultur (Psychological Due Diligence) .....	104
4.6.1	Zentrale Bedeutung einer psychologischen Due Diligence .....	104
4.6.2	Analyse der Human Resources .....	105
4.6.2.1	Leitende Personen .....	105
4.6.2.2	Mitarbeiter .....	107
4.6.3	Kulturelle Due Diligence.....	108
4.6.3.1	Führung und Motivation .....	108
4.6.3.2	Interne Kommunikation .....	110
4.6.3.3	Beziehungen zu Kunden und Lieferanten.....	110
4.6.3.4	Beziehungen zu Kreditgebern.....	111
4.6.3.5	Auftreten in der Öffentlichkeit .....	112
4.6.4	Analysemöglichkeiten .....	112
4.6.4.1	Interviews .....	113
4.6.4.2	Betriebsbegehung .....	113
4.6.4.3	Außenbild des Unternehmens .....	114
4.6.5	Fazit .....	115
4.7	Plausibilität der Planung (Financial Due Diligence).....	116
4.7.1	Entwicklung der Gesellschaft in der Vergangenheit .....	116
4.7.1.1	Auswertung der Jahresabschlüsse.....	116
4.7.1.2	Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse .....	117
4.7.2	Planungsanalyse .....	119
4.7.2.1	Planungsunterlagen .....	119
4.7.2.2	Darstellung des Planungsverfahrens .....	120
4.7.2.3	Ermittlung der Ertragserwartungen anhand der Planungsrechnung .....	121
4.7.2.4	Analyse der Cashflow- und Liquiditätsplanung .....	129
4.7.3	Segmentanalyse.....	129
4.7.4	Analyse des nicht betriebsnotwendigen Vermögens .....	131
4.7.5	Erhebungen zum Substanzwert .....	131
4.7.6	Ergebnisse der finanziellen Due Diligence .....	135
4.7.7	Fazit .....	136
<b>5</b>	<b>Sonderfälle der Due Diligence .....</b>	<b>139</b>
5.1	Synergien .....	139
5.1.1	Positive Synergien.....	139
5.1.2	Negative Synergien .....	140
5.1.3	Fazit .....	141
5.2	Start-ups .....	142
5.2.1	Unternehmenskonzept .....	143
5.2.2	Eigenschaften des Gründers .....	143

5.2.2.1	Fachwissen .....	143
5.2.2.2	Persönliche Eigenschaften .....	144
5.2.3	Liquiditätsplanung.....	144
5.2.4	Rechtliche Besonderheiten .....	144
5.2.5	Fazit .....	145
5.3	Betriebsteile und Konzernunternehmen.....	145
5.3.1	Die Ausgangslage bei Betriebsteilen und Konzernunternehmen .....	145
5.3.2	Vor- und Nachteile bei Betriebsteilen und Konzernunternehmen ....	146
5.3.3	Fazit .....	147
5.4	Kleine und mittelständische Unternehmen .....	148
5.4.1	Stärken der KMU .....	149
5.4.2	Schwächen der KMU .....	149
5.4.3	Bereitschaft der KMU zu einer Due Diligence .....	150
5.4.4	Besondere Bedeutung der führungsorientierten Due Diligence für KMU.....	151
5.4.5	Fazit .....	151
5.5	Börseneinführung .....	152
5.5.1	Equity Story als Nachweis der Börsenreife.....	152
5.5.2	Verwendung des Emissionserlöses .....	153
5.5.3	Due Diligence und Börsenprospekt .....	153
5.6	Management-Buy-out .....	154
5.6.1	Das Problem der ungleichen Information .....	154
5.6.2	Fokussierung auf die Ausschüttungsfähigkeit des Unter- nehmens .....	154
5.6.3	Fazit .....	155
5.7	Sanierungsunternehmen .....	156
5.7.1	Die Ausgangslage bei Sanierungen.....	156
5.7.2	Der Ablauf einer Due Diligence als Sanierungsprüfung .....	158
5.7.2.1	Die Sanierungsbedürftigkeitsprüfung .....	159
5.7.2.2	Die Sanierungsfähigkeitsprüfung .....	160
5.7.2.3	Die Sanierungswürdigkeitsprüfung .....	162
5.7.3	Die Ermittlung sanierungsspezifischer Unternehmenswerte.....	163
5.7.4	Fazit .....	166
<b>6</b>	<b>Umsetzung der Ergebnisse der Due Diligence.....</b>	<b>167</b>
6.1	Bei der führungsorientierten Due Diligence .....	167
6.1.1	Verbesserung des Unternehmens .....	167
6.1.2	Eingehen auf die Stakeholder .....	167
6.1.3	Folge-Due Diligence und Aktualisierung des Weißbuches .....	169
6.1.3.1	Die Philosophie und die Vorteile der Folge- Due Diligence .....	169
6.1.3.2	Das Verfahren der Folge-Due Diligence .....	170
6.1.3.2.1	Zeitraum und Stichtag .....	170
6.1.3.2.2	Erforderliche Unterlagen .....	170

---

6.1.3.3	Die Prüfungsschwerpunkte .....	171
6.1.3.3.1	Die Vergangenheit .....	171
6.1.3.3.2	Die Zukunft .....	172
6.1.3.3.3	Die Risiken .....	172
6.1.4	Fazit .....	173
6.2	Bei Kauf/Verkauf eines Unternehmens .....	174
6.2.1	Änderung des Erwerbskonzepts .....	174
6.2.2	Unternehmensbewertung .....	175
6.2.3	Berücksichtigung im Kaufvertrag .....	175
6.2.3.1	Abhängigkeit der Gewährleistungsregelungen vom Umfang der Due Diligence .....	176
6.2.3.2	Bilanzgarantie und Ergebnisgarantie .....	176
6.2.3.3	Vereinbarungen von Besserungsscheinregelungen .....	177
6.2.3.4	Vereinbarungen einer Mitarbeit des bisherigen Gesellschafters/Geschäftsführers .....	178
6.2.4	Fazit .....	178
<b>7</b>	<b>Anmerkungen zur Unternehmensbewertung .....</b>	<b>181</b>
7.1	Grundlagen der Unternehmensbewertung .....	181
7.2	Gängige Unternehmensbewertungsverfahren .....	183
7.2.1	Ertragswertverfahren .....	184
7.2.2	Discounted Cashflow-Verfahren .....	187
7.2.3	Vergleichsverfahren .....	190
7.2.4	Sonstige Verfahren .....	195
7.2.4.1	Substanzwertverfahren .....	195
7.2.4.2	Weitere Verfahren .....	197
7.2.5	Fazit .....	197
7.3	Unlösbarkeit des Unsicherheitsproblems .....	198
7.3.1	Allgemeine Möglichkeiten einer Verminderung der Unsicherheit .....	199
7.3.2	Verwendung von $\beta$ -Faktoren als scheinbare Verminderung der Unsicherheit .....	199
7.3.3	Berücksichtigung der Risiken im nachhaltigen Ergebnis .....	201
7.3.4	Fazit .....	202
7.4	Das nachhaltige Ergebnis als wesentliche Bewertungsgrundlage .....	203
7.4.1	Mögliche Ansätze für die Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses .....	203
7.4.2	Ermittlung eines nachhaltigen Ergebnisses aus der ganzheitlichen Sicht des Unternehmens .....	204
7.4.3	Umsetzung der ganzheitlichen Bewertung in ein Scoring-Modell .....	205
7.4.4	Zwei Exkurse: Eigenschaften der Hidden Champions und die Einhaltung unternehmerischer Tugenden .....	206
7.4.5	Fazit .....	208

<b>8</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>211</b>
	Anhang I: Standardisierte Zusammenstellung der Unterlagen und Informationen für eine Financial Due Diligence .....	213
	Anhang II: Standardisierte Zusammenstellung der Unterlagen und Informationen für eine Legal and Tax Due Diligence .....	217
	Anhang III: Standardisierte Zusammenstellung der Unterlagen und Informationen für eine Psychological Due Diligence.....	223
	Register .....	229
	Der Autor .....	227



---

# 1 Einleitung

## 1.1 Der Begriff der Due Diligence

Der Begriff Due Diligence heißt in seiner Übersetzung »der Sorgfalt entsprechend«. Er kommt aus dem amerikanischen Sprachraum und legt den ethischen Maßstab fest, nach dem ein Geschäftsführer einer Gesellschaft Fragen seiner Eigentümer zur Führung und zum aktuellen Stand der Gesellschaft beantworten soll. Der Begriff Due Diligence wird im englischen und deutschen Sprachgebrauch so nicht verwendet. Verstanden wird hier unter der Due Diligence die detaillierte und systematische Analyse von qualitativen und quantitativen Informationen und Daten einer Gesellschaft mit dem Ziel, ein aussagefähiges Gesamtbild des Unternehmens zu erlangen. Im amerikanischen Sprachgebrauch hat sich für eine solche Analyse und die damit zusammenhängende Unternehmensbewertung der Begriff »valuation« eingebürgert.

Eine Due Diligence wird nach dem bisherigen Verständnis überwiegend durch Erwerber im Rahmen eines Unternehmenskaufes, eines Beteiligungserwerbs für strategische Überlegungen des Erwerbers und zur Ermittlung eines Unternehmenswertes, also anlassbezogen vorgenommen.

Der hier vertretene *ganzheitliche* Ansatz der Unternehmensanalyse lässt aber darüber nachdenken, ob eine laufend wiederholte Unternehmensanalyse nicht vielmehr ein Führungsinstrument ist, das außerordentlich vielseitig eingesetzt werden kann. Damit werden die Due Diligence und das auf ihr beruhende Weißbuch ein Instrument der Unternehmensführung. Die Darstellung dieses Instrumentes und seiner Anwendungsmöglichkeiten werden den Ausführungen zur Durchführung einer Due Diligence vorangestellt, die im Folgenden in einem kurzen Überblick skizziert werden sollen:

Die Darstellung der Vergangenheit mit der Entwicklung des Unternehmens führt zu einer Dokumentation des unternehmerischen Handelns, die sowohl als Nachweis der Geschäftsführung als auch zur Überwachung durch einen Beirat/Aufsichtsrat verwendet werden kann. Die Darstellung der Stärken und Schwächen sowie der Chancen und Risiken des Unternehmens (SWOT-Analyse) entsprechen einem Check-up und sind die Basis für notwendige Umstrukturierungen und Verbesserungen im Unternehmen. Die Beschäftigung mit Planungsverfahren im Allgemeinen und der eigentlichen Unternehmensplanung im Besonderen führen dazu, dass sich die dafür Verantwortlichen im Unternehmen intensiv mit der Ausrichtung des Unternehmens auf die Zukunft auseinandersetzen müssen. Dies umfasst einen Bereich von der Vision des zukünftigen Unternehmensbildes über die Strategie, die Planung der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung bis hin zur Entwicklung effizienter To-do-Listen mit genauen Zeitplänen. Schließlich kann das aus der Due Diligence entstandene Weißbuch sehr gut als Basis für die Kommunikation mit den Stakeholdern (den Anteilseignern, Kunden, Mitarbeitern, Lieferanten, Kreditgebern und der Öffentlichkeit) verwendet werden.

In einem weiteren Schritt können Due Diligence und Weißbuch in ihrer Argumentationsfunktion als Basis für wirtschaftliche Verhandlungen über Kaufpreis, Kreditengagement, Sanierung und IPO-Fähigkeit einerseits und für gesetzlich vorgesehene Unternehmensbewertungen andererseits verwendet werden.

Analyseschwerpunkte der Due Diligence sind zunächst die allgemeine ökonomische Lage und die Situation der Branche, der das Unternehmen angehört. Im Rahmen der internen Analyse des Unternehmens werden technische, umweltrelevante, organisatorische, psychologische, rechtliche und steuerrechtliche sowie finanzielle Schwerpunkte behandelt.

In der Praxis kommt es auch vor, dass nur einzelne Bereiche untersucht werden. So kann z. B. die wirtschaftliche Due Diligence in den Bereichen Markt und Wettbewerb durch den potenziellen Erwerber selbst durchgeführt werden, während die Prüfung der rechtlichen und steuerrechtlichen Situation einem externen sachverständigen Gutachter übertragen wird. Man spricht dann von einer Teilbereichs-Due Diligence (Limited Scope Due Diligence). In den Fällen, wo der Gutachter die komplette Due Diligence durchführen wird, spricht man von Vollbereichs-Due Diligence (Full Scope Due Diligence).

Für die Entscheidung, ob und zu welchen Bedingungen ein Unternehmen erworben werden soll, ist eine Due Diligence unbedingt erforderlich. Ein Geschäftsführer oder Vorstand verletzt die ihm obliegende Sorgfaltspflicht, wenn er sie nicht vornehmen würde. Eine Ausnahme gilt nur dann, wenn an dem Unternehmen bereits eine Beteiligung gehalten wird, aufgrund derer der Erwerber weiterer Anteile bereits umfassend über das Unternehmen informiert ist. In kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) ist die Bereitschaft, beim Erwerb eines anderen Unternehmens eine umfassende Due Diligence vorzunehmen, nur eingeschränkt vorhanden. Oft behilft man sich zur Ermittlung eines möglichen Unternehmenswertes mit einfachen Verfahren (z. B. Multiplikatoren auf die Umsätze), ohne das Unternehmen im Einzelnen zu analysieren. Auch in solchen Fällen kann selbst eine eingeschränkte Unternehmensanalyse zu wichtigen Erkenntnissen zur Bewertung des Unternehmens und seiner Einbindung in das Käuferunternehmen führen. Im Übrigen gelten für die Due Diligence und eine Unternehmensbewertung von KMUs keine besonderen Regeln.

## **1.2 Philosophie der Due Diligence**

Wenn es sich nicht um den Ausnahmefall einer Teilbereichs-Due Diligence handelt, ist der wichtigste Ausgangspunkt einer Unternehmensanalyse der ganzheitliche Ansatz. Das Unternehmen ist als ein Organismus zu betrachten und in all seinen Facetten zu untersuchen und zu würdigen.

Das Prinzip des ganzheitlichen Analyseansatzes besagt, dass ein Unternehmen nie nur aus einem Blickwinkel und aus einer Fachrichtung heraus beurteilt werden darf. In der Analyse müssen vielmehr die Aspekte Markt und Wettbewerb, Technik und Produktion, Umwelt, Organisation und Rechnungswesen, Recht und Steuern, Psychologie und Kultur sowie Plan und Bilanz zunächst gleichwertig behandelt werden. Erst dann dürfen

in einzelnen Bereichen besondere Analyseschwerpunkte herausgefiltert werden, um die Kernfaktoren dieses Unternehmens für Erfolg und Misserfolg zu ermitteln.

Es hat keinen Zweck, nur Erhebungen zu Einzelsachverhalten durchzuführen. Ausschlaggebend kann nur das Unternehmen in seiner Gesamtheit sein. Dafür ist erforderlich, das Unternehmen in seinem Gesamtbild auf sich wirken zu lassen. Erst in der Stimmigkeit dieses Gesamtbildes liegt eine plausible Begründung für einen in der Planung anvisierten langfristigen Erfolg des Unternehmens. Dieser Ansatz der Due Diligence führt keineswegs zu einer Vernachlässigung von Einzelinformationen, denn es sind gerade diese Einzelinformationen, aus denen sich das Gesamtbild zusammensetzt. Insofern ist einerseits die Auswahl der Erhebungsschwerpunkte von einer ganzheitlichen Betrachtungsweise abhängig; andererseits ergeben die so zusammengestellten Einzelinformationen wieder das Gesamtbild.

Für den ganzheitlichen Analyseansatz bedarf es eines Gutachters, der nicht zu sehr auf ein Aufgabengebiet spezialisiert ist und durch diese fachliche Befangenheit womöglich nicht mehr den Blick für die Auswirkung eines Sachverhaltes auf die verschiedenen Bereiche hat. Trotzdem muss der Gutachter auch die mögliche Komplexität einer Spezialfrage erkennen und ausloten können. Hierzu können in besonders schwierigen Fällen, wie z. B. bei umweltrechtlichen oder technischen Fallgestaltungen, weitere externe Gutachter eingesetzt werden. Für das zu untersuchende Unternehmen und für den Auftraggeber ist es aber hilfreich, nur einen Ansprechpartner zu haben, der im Ausnahmefall erforderliche Sondergutachten moderiert und im Übrigen durch eigene Hilfskräfte unterstützt wird.

Bevor Überlegungen angestellt werden, wie eine Due Diligence durchgeführt werden soll, muss man sich darüber klar werden, was die Due Diligence im jeweiligen Fall bezwecken soll. Bei einer Unternehmensanalyse, die lediglich auf den Erwerb einer Finanzbeteiligung hinausläuft, kann man sich auf das zu erwerbende Unternehmen beschränken. Eine ganz andere Situation besteht, wenn das zu kaufende Unternehmen unternehmerisch in das Erwerberunternehmen eingebunden werden soll. Dann ist das Hauptaugenmerk darauf zu richten, ob die geplante Einbindung möglich ist und ob sich die damit angestrebten synergetischen Vorteile (z. B. arrondierende Produkte, Verstärkung des Vertriebes, Gewinnung neuer Regionen oder Kundenkreise, Kostenvorteile aus gemeinsamen Einkauf, zusammengelegter Produktion oder gemeinsamen Vertrieb) verwirklichen lassen. Daher gibt es keine Grundregeln, die für alle Erhebungen gelten. Jeder Fall ist anders gelagert. Was bei dem einen Unternehmen außerordentlich wichtig ist, kann bei dem anderen völlig unerheblich sein.

Das *Prinzip der Wesentlichkeit und Wirtschaftlichkeit* der Due Diligence erfordert im Rahmen der Gesamtschau des Unternehmens eine genaue Eingrenzung der Erhebungen. Die Kunst der finalen Informationsgewinnung beinhaltet, dass jede Information sofort daraufhin beurteilt werden muss, welche Quintessenz sich daraus ergeben kann und ob sie für den Zweck der Due Diligence aussagekräftig ist.

In der Vernachlässigung dieser Überlegung liegt der Hauptmangel aller Checklisten, die in der Literatur angeboten werden, gleich, ob sie zu dem Thema Unternehmensbewertung oder zum Thema Due Diligence aufgestellt worden sind. Checklisten stehen unter dem Postulat der Vollständigkeit – ein Postulat, das betriebswirtschaftlich ineffizient ist. Mit solchen Checklisten werden die mangelnde Kenntnis und das fehlende Fingerspitzengefühl des Gutachters kaschiert. Oft werden mit Hilfe dieses Instrumentes unerfahrene Prüfungs-

assistenten eingesetzt, die sich dann mit großem Zeitaufwand und einer unerträglichen Belastung für das zu untersuchende Unternehmen von Position zu Position »hangeln« und dabei in der Regel »den Wald vor lauter Bäumen nicht mehr erkennen«. Aus diesem Grund können Checklisten nur insoweit sinnvoll sein, als sie eine grobe Linie der Erhebungsschritte vorgeben, etwa vergleichbar mit dem Inhaltsverzeichnis eines Buches.

Erfahrene Gutachter wissen hingegen, dass es für jedes Unternehmen nur eine Handvoll von positiven und negativen Faktoren gibt, die für den Erfolg oder den Misserfolg des Unternehmens ausschlaggebend sind. Diese Faktoren lassen sich zunächst nach Branchen gewichten, weil es für jede Branche eigene Spielregeln gibt, deren Beachtung für das Unternehmen entscheidend ist. Eine Bank wird nach anderen Maßstäben erfolgreich sein als ein Stahl produzierendes Unternehmen, ein Softwarehaus, ein Dienstleistungsunternehmen oder ein Internet-Start-up. Gerade diese Eigenheit wird bei den Checklisten vernachlässigt, die in der Regel den gesamten Bereich abdecken.

Darüber hinaus gibt es speziell auf das einzelne Unternehmen bezogen Chancen, Risiken, Stärken und Schwächen, die die sogenannten Kernfaktoren gerade dieses Unternehmens darstellen. Sie werden in der SWOT-Analyse erfasst. Die Bezeichnung SWOT leitet sich aus den englischen Begriffen Strengths, Weaknesses, Opportunities und Threats ab. Die SWOT-Analyse untersucht in logischer Abfolge die Chancen und Risiken sowie die Stärken und Schwächen einer Unternehmung. Diese Kernfaktoren sind aber wieder so speziell, dass sie in den Checklisten nicht erfasst werden können. Oft lassen sie sich erst erkennen, wenn bestimmte vorgelagerte Eigenheiten des Unternehmens untersucht worden sind. Sie tauchen gewissermaßen erst dann an der Oberfläche auf, wenn sie durch eine Fokussierung der Erhebungen deutlich geworden sind. Dann können intensive Untersuchungen erforderlich werden, die im Vorfeld der Erhebungen noch nicht erkennbar gewesen sind.

Neben dem Prinzip der Wesentlichkeit und Wirtschaftlichkeit ist das *Prinzip der permanenten Hinterfragung* zu beachten. Dieses Prinzip bedeutet, dass bei jeder Information überlegt werden muss, ob sie zutreffend oder plausibel ist, bevor sie als Basis einer Schlussfolgerung herangezogen werden kann. Diese Frage kann nur dann befriedigend gelöst werden, wenn eine weitere Quelle für die Information angeführt werden kann. Das ist zweckmäßigerweise eine externe, nicht dem Unternehmen verbundene Quelle. Auch hierbei ist eine wirtschaftliche Betrachtung anzustellen. Wenn z. B. eine für das Unternehmen negative Information aus dem Unternehmen selbst stammt und der Hintergrund der Due Diligence eine positive Darstellung des Unternehmens sein soll, so hat diese Information tendenziell eine hohe Glaubwürdigkeit. Etwas anderes kann sich dann ergeben, wenn das Eingeständnis einer weniger guten Konstellation in Wirklichkeit einen noch viel gravierenderen Mangel verdecken soll.

Das Prinzip der Hinterfragung führt dazu, dass innerhalb des Unternehmens Fragen nach den Hintergründen, die der Gutachter als die Kernfaktoren des Unternehmens einschätzt, mehreren Personen gestellt werden. Nicht selten werden dabei sehr unterschiedliche Antworten gegeben. Der Gutachter sollte nicht zögern, hier das Risiko einer doppelten Befragung einzugehen. Aufschlussreich kann dieses Vorgehen insbesondere dann sein, wenn Personen unterschiedlicher Hierarchiestufen angesprochen werden. Gleichwohl wird der Gutachter bei dieser Vorgehensweise zurückhaltend vorgehen, um nicht den

Eindruck zu erwecken, er wolle Auskünfte bestimmter Personen im Unternehmen durch die Befragung anderer Personen als falsch darstellen.

Ein wichtiges Prinzip ist das *Prinzip der Mündlichkeit* und der Transformation dieser Information in die Arbeitspapiere. Es hat keinen Zweck, vom Unternehmen Information immer in schriftlicher Form abzufragen. Das wird sich gerade bei komplexen Sachverhalten, die in ihrer Entwicklung im Fluss sind, nur schwer innerhalb der vorgegebenen Zeit erreichen lassen. Die Flexibilität des Gutachters setzt voraus, dass er seine Erhebungen gerade auf unverfälschten mündlichen Informationen fußen lässt.

Für die Durchführung der Due Diligence sollte der Gutachter auf die Einhaltung des *Vier-Augen-Prinzips* achten. Dies setzt voraus, dass der Gutachter wichtige Gespräche nicht allein führt, sondern durch eine sachverständige Hilfskraft protokollieren lässt. Damit kann vermieden werden, dass Informationen verloren gehen. Für die gutachterliche Würdigung der einzelnen Sachverhalte ist es wichtig, dass sie innerhalb eines Teams diskutiert werden können. Oft ergeben sich gerade aus einer solchen Diskussion im Team des Gutachters weitere Fragestellungen, deren Bearbeitung das Ergebnis der Due Diligence nachhaltig beeinflusst.

An der Fähigkeit des Gutachters, das Ganze im Auge zu behalten und gleichzeitig Einzelsachverhalte des überaus komplexen Unternehmensbildes einzuschätzen, wird deutlich, dass die Unternehmensanalyse eine Kunst darstellt. Trotz beschränkter zeitlicher und personeller Ressourcen sollen die wesentlichen wertbildenden Faktoren zielstrebig und effizient herausgearbeitet werden. Es geht nicht nur um die trockene Analyse von Fakten, sondern auch um den kreativen Umgang mit Informationen. Die Fähigkeit zur Unternehmensanalyse beinhaltet somit nur zu einem Teil mathematische Analysefähigkeiten. Das wird später bei den Verfahren der Unternehmensbewertung noch einmal deutlich werden. Die Kunst besteht vielmehr darin, nach wenigen Strichen das Gesamtbild zu errahnen, also aus wenigen Informationen die relevanten Faktoren des Unternehmens zu erkennen. Die Unternehmensanalyse beinhaltet die Fähigkeit, zielgerichtete Fragen zu stellen und auch nach ersten Antworten und Erklärungen immer noch weiter zu denken und ggf. weiter zu fragen. Hindernisse bei der Erhebung von Informationen müssen beseitigt werden. Man muss ein Gespür für die Relevanz von Fragen entwickeln. Erforderlich ist die Vorstellungskraft der weiteren möglichen Entwicklung des Unternehmens. Dabei sind sowohl harte als auch weiche Fakten (Soft Facts) in der Analyse zu berücksichtigen.

Oft muss man in der Lage sein, mögliche schwerwiegende Folgen aus ersten Anzeichen abzuleiten (*leise Zeichen*). Leise Zeichen heißt, dass Sachverhalte nicht nur wie Soft Facts schwierig zu beschreiben sind, sondern dass darüber hinaus das bloße Erkennen dieser Zeichen schwierig ist, weil sie in ihrer Ausstrahlung eher schwach, also leise sind. Gleichwohl sind diese »leisen Zeichen« von außerordentlicher Bedeutung für die Bewertung eines Unternehmens – selbst dann, wenn genug verwertbares Zahlenmaterial und Informationen zum Markt vorhanden sind. Denn es sind die leisen Zeichen, die auf Sand oder Öl im Getriebe eines Unternehmens hinweisen. Die leisen Zeichen beziehen sich nicht nur auf das Unternehmen selbst, sondern auch auf die Beziehungen zu allen Personen und Gesellschaften, die ihre Interessen mit dem Unternehmen verknüpft sehen (Stakeholder). Die Berücksichtigung der leisen Zeichen in der Unternehmensbewertung stellt eine stärkere Hinwendung zu den qualitativ bedeutsamen Eigenschaften eines