

Due Diligence-Reviews: Erfolgsfaktoren aus Sicht von Käufer und Verkäufer

Weniger als 40% der Akquisitionen sind erfolgreich; die Mehrheit vernichtet Werte der Eigentümer der kaufenden Gesellschaft. Zu diesem Ergebnis sind mehrere Studien zu börsennotierten Unternehmen gelangt. Als wichtigste Gründe hierfür werden eine nicht erfolgreiche Integration des Kaufobjektes in das kaufende Unternehmen, ein zu hoher Kaufpreis sowie ein ungenügendes Management des Akquisitionsprozesses genannt. Eine sorgfältig durchgeführte Due Diligence Review beugt diesen Stolpersteinen vor und erlangt somit eine zentrale Bedeutung bei einer Akquisition.

Stellenwert der Due Diligence-Review

Die Durchführung einer Due Diligence ist ein komplexer Prozess. Üblicherweise sind zahlreiche interne und externe Personen involviert. Es geht zudem um viel, denn sowohl für das Management und die Eigentümer der zu verkaufenden Gesellschaft als auch für die Käufer können mit einer Unternehmenstransaktion grundsätzliche Weichenstellungen verbunden sein. Im Rahmen der Due Diligence Review treffen die verschiedenen Interessen aufeinander.

Bei der Due Diligence Review handelt es sich um eine Sonderprüfung der zu kaufenden Gesellschaft durch den Käufer. Folgende Aspekte stehen im Vordergrund:

- Prüfung des Fit mit Akquisitions-Zielen/Strategie
- Ermittlung von Deal Breakers
- Vorbereitung von Transaktionsstruktur, Kaufpreis und Vertrag
- Vorbereitung der Integration

Im angloamerikanischen Raum hat die Due Diligence einen besonderen Stellenwert, da das dortige Recht bei M&A-Transaktionen kaum Schadenersatzregelungen kennt. An ihrer Stelle geben extensive Vertragsklauseln zu Garantieabreden dem Käufer die Möglichkeit, sich gegenüber Risiken abzusichern. Gleichzeitig wird

im Vertragswerk eine detaillierte Aufstellung der Vermögenswerte und der Rechtsverhältnisse aufgenommen, um einzelfallorientierte Nachforderungen stellen zu können. Basis hierfür bilden die Resultate der Due Diligence Review.

Diese Form von Vertragswerken kommt seit einigen Jahren vermehrt auch bei kontinentaleuropäischen M&A-Transaktionen zum Tragen, weshalb die Due Diligence als Bestandteil des Vertragswerkes zunehmend auch bei uns an Bedeutung gewinnt.

Optimales Management der Due Diligence Review durch den Verkäufer

Zwei Beweggründe für die Offenlegung von Informationen stehen aus Sicht des Verkäufers im Vordergrund:

- Durch eine weitgehende Offenlegung von Informationen werden *Haftungsrisiken reduziert*.
- Ein «Unsicherheitsabschlag» vom Kaufpreis fällt weg oder wird zumindest reduziert, da der Käufer in der Lage ist, die mit der Übernahme verbundenen Risiken abzuschätzen bzw. einzugrenzen.

Um diese Ziele zu erreichen, bestehen besondere Anforderungen an eine Due Diligence Review:

- **Aufbau von Vertrauen:** Die Due Diligence soll bei den potenziellen Käufern Vertrauen schaffen. Es empfiehlt sich, ein straffes Management der Review zu etablieren: Sie ist bezüglich Inhalt und Ablauf detailliert zu planen, und die Termine sowie die organisatorischen Rahmenbedingungen sind einzuhalten. Neben der so geschaffenen Vertrauenswürdigkeit stellt ein solches Vorgehen auch die Zuverlässigkeit der Mitarbeiter bei der Mitwirkung an der Review sicher. Sie ist Voraussetzung für eine glaubwürdige Darstellung des Geschäfts.

Die Bereitstellung widerspruchsfreier und umfassender Information ist selbstverständlich ein weiteres Element, das Vertrauen schafft. Taktieren bei der Offenlegung von Informationen bzw. die Abgabe widersprüchlicher Informationen setzt auf Seiten der potenziellen Investoren Spekulationen in Gang. Es zahlt sich daher aus, Konsolidierungen offenzu-



Thomas Fischer
lic.oec. HSG/
dipl. Ing. ETH
Mitglied der
Geschäftsleitung
Helbling Corporate
Finance AG Zürich
thomas.fischer
@helbling.ch

legen und die wesentlichsten Überleitungen vom Konzern- zum Steuerabschluss zu erstellen.

- **Anbindung des Managements:** Häufig bevorzugt das Management einen der Kaufinteressenten und beginnt, den Verkaufsprozess dahingehend zu beeinflussen, dass jener den Zuschlag erhält. Durch eine finanzielle und moralische Anbindung des Managements lässt sich dem entgegenwirken. Zudem empfiehlt es sich, die Kontakte des Managements mit den potenziellen Käufern auf das Nötige zu beschränken.
- **Qualität des Data Room:** Eine durchgängige Codierung der Dokumente und eine Listung in einem Index sind Voraussetzung, um den Data Room als Bestandteil des Kaufvertrags zu berücksichtigen.
- **Offenlegung soweit möglich:** Falls die spezifische Situation es zulässt, wird eine weitgehende Offenlegung der Informationen empfohlen. Streng vertrauliche Dokumente sollten erst im Rahmen einer Confirmatory Due Diligence unmittelbar vor oder nach Vertragsunterzeichnung abgegeben werden.

Der Verzicht auf eine umfassende Information ist nur dann möglich, wenn der Verkauf der Gesellschaft aufgrund ihrer Attraktivität sehr wahrscheinlich ist.

Projektbeispiel: Vorgehen beim Verkauf eines Generalunternehmens im Grossanlagenbau

Ausgangslage: Das zu veräussernde Unternehmen führte parallel zahlreiche Grossprojekte als Generalunternehmer durch. Jedes war geprägt durch komplexe Vertragsstrukturen. Die Risikolage in den einzelnen Projekten konnten die Investoren nur schlecht abschätzen. Aufgrund der in der Bauindustrie üblichen Claims bestanden zudem erhebliche Unsicherheiten hinsichtlich der Risiken, die aus bereits abgeschlossenen Projekten resultierten. Wie konnte der Verkäufer sicherstellen, dass die Kaufinteressenten zu einer angemessenen Beurteilung der Risiken kamen und darauf verzichteten, überhöhte Unsicherheitsabschläge vom Kaufpreis zu fordern?

Lösungsansatz: Zu den einzelnen Grossprojekten und Claims wurden alle wesentlichen Aspekte offengelegt. Kritische Projekte bzw. kritische Claims wurden früh angesprochen und ihre finanziellen Risiken

aufgezeigt. Dies führte dazu, dass sich die potenziellen Käufer auf eine summarische Beurteilung der Risiken abstützten und, abgesehen von Stichproben, nicht jedes einzelne Projekt analysierten.

Due Diligence aus Sicht der Käufer

Obwohl eine Selbstverständlichkeit, wird in der Praxis oft davon abgewichen: Am Anfang einer Due Diligence Review steht die Überprüfung des *strategischen Fits*:

- Inwieweit ergänzen bzw. überschneiden sich die Marktpositionen und die Leistungsportfolios der beiden Unternehmen?
- Welches sind ihre Zielmärkte?
- Welches sind ihre Kernkompetenzen?
- Lassen sich die Unternehmenskulturen integrieren?

Die *Risikoabsicherung* und die Erstellung bzw. Anpassung der Bewertung sind die klassischen Bereiche der Due Diligence. Üblicherweise werden sie unabhängigen externen Spezialisten übertragen. Dies geschieht auch im Sinne einer unabhängigen Beurteilung des Kaufobjektes.

Die Elemente einer Due Diligence Review

So facettenreich die Geschäftsstruktur eines Unternehmens ist, so vielfältig sind auch die Prüffelder in einer Due Diligence Review. Die Financial-, die Legal- und die Commercial-Due Diligence zählen zu den klassischen Prüfungen. Häufig werden auch die steuerliche Situation und neuerdings die Human Resource-Belange überprüft.

Noch zu stiefmütterlich behandelt werden u.E. dagegen die Bereiche Umwelt, IT und Technik/Innovation:

- **Environmental Due Diligence:** Umweltrisiken können in einen erheblichen finanziellen Schaden münden. Sie lassen sich oft mittels «überschaubarem» Aufwand feststellen bzw. ausschliessen. In vielen Fällen, vor allem beim Kauf einer Liegenschaft oder eines Industriebetriebes, empfiehlt es sich daher, ein entsprechendes Experten-Gutachten einzuholen.



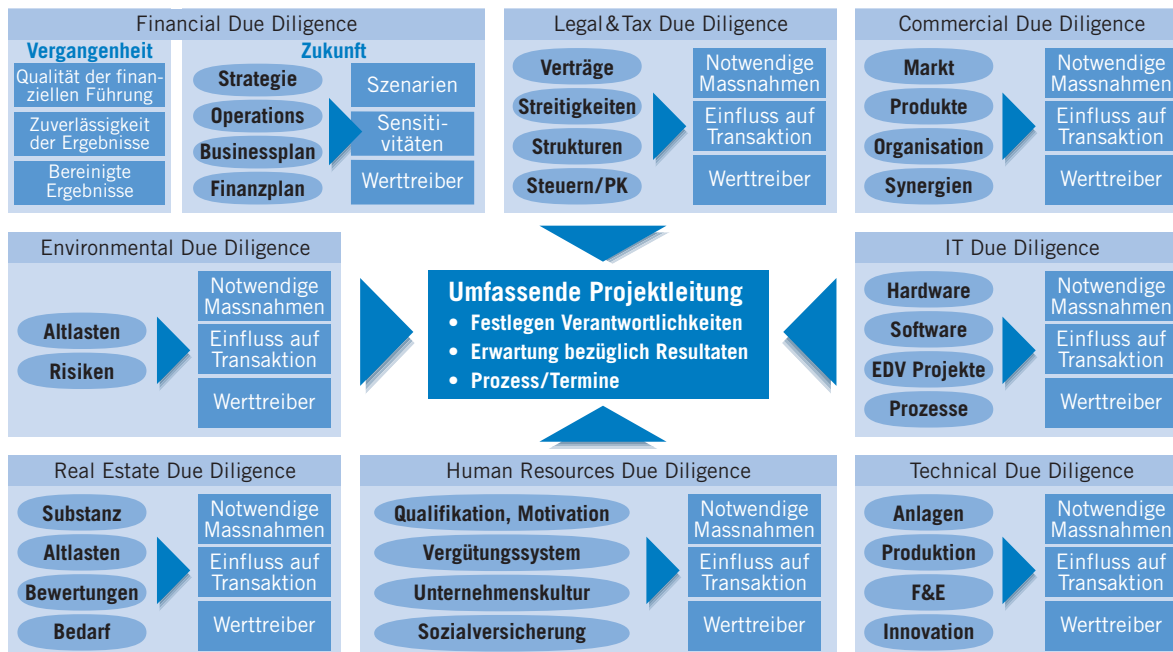
- **IT Due Diligence:** Der Fit der Transaktionssysteme kann über den Erfolg der Integration entscheiden. Wird eine sehr weitgehende Integration angestrebt, so soll genau geprüft werden, ob die notwendige Harmonisierung der Systeme gelingt. Dies betrifft vorab das Kundenmanagement und die Supply Chain.
- **Technical-Due Diligence:** Bei Unternehmen, deren Erfolg von ihrer Innovationskraft abhängt, lohnt sich eine eingehende Beurteilung der R&D-Aktivitäten bzw. der Prozesstechnologie – soweit diese offengelegt werden. Sie verlangt üblicherweise den Beizug technischer Spezialisten, welche mit den Trends im betreffenden Umfeld vertraut sind.

Financial Due Diligence: Sie bildet ein Kernstück der Review. In der Praxis stellt sich die Herausforderung, dass für eine Beurteilung der bilanziellen und ertragsorientierten Risiken die offengelegten Informationen in die Rechnungslegungsprinzipien und -systematik des Käufers zu überführen sind. Zudem ist, soweit nicht revidiert, die Abstimmung zwischen den betriebswirtschaftlichen und den testierten Werten durchzuführen. Um diese Arbeiten zu verkürzen, lohnt es sich, vorab die Rechnungslegungsprinzipien und -strukturen des Kaufobjektes abzuklären und sicherzustellen, dass die notwendigen Informationen für die Restatements im Data Room vorliegen.

Da bei Unternehmenstransaktionen üblicherweise sehr vorteilhafte finanzielle Entwicklungen aufgezeigt werden, stellt sich die Frage, wie deren Plausibilität beurteilt werden kann. Die Abstützung auf die Werttreiber führt zum Ziel. Dazu ein Beispiel: Eine Verkäuferin prognostizierte einen markanten Umsatzzuwachs mit der Begründung, dass neue Märkte angegangen würden. Eine Analyse zeigte jedoch, dass die vorausgesagte Umsatzzunahme auf einer Mengen- und einer gleichzeitigen Preissteigerung in den bereits bestehenden Hauptmärkten basierte. Da die Gesellschaft in einem umkämpften Markt agierte, musste die geplante Umsatzsteigerung als unrealistisch beurteilt werden. Entsprechend wurde eine angepasste Planung erstellt, die zu einem reduzierten Unternehmenswert führte.

Management externer Spezialisten

Es zahlt sich aus, mit den externen Spezialisten nicht nur die Termine festzulegen, sondern auch die erwarteten Resultate vorab zu diskutieren. Die Berichtsform, z.B. die Gliederung in Aspekte, welche vertragsrelevant, wertrelevant bzw. unabhängig davon erwähnenswert sind, soll gemeinsam festgelegt werden. Ebenfalls sind der Berichtsumfang sowie der Fokus der Arbeiten der Teilreviews festzulegen. Während der Review im Data Room und auch der Berichterstattung lohnen sich Absprachen zwischen den verschiedenen Experten. Es gilt, auf festgestellte Besonderheiten und Risiken hinzuweisen und festzulegen, wer diese näher untersucht.



Ihr Partner für Mergers & Acquisitions, Transaction Support, Turnaround- und Value-Management

helbling

Kompetenzen

Helbling Corporate Finance steht für ein umfassendes und integriertes Beratungsangebot. Unsere Erfahrung basiert auf über 300 Mandaten zur Wiedererlangung oder Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und mehr als 200 abgeschlossenen M&A-Transaktionen.

Die Helbling Gruppe bündelt mit über 300 Professionals vielfältigste Kompetenzen und Fähigkeiten. Die Kombination von betriebswirtschaftlichem und technischem Know-how fokussiert konsequent auf Wertsteigerung und Wertrealisierung.

Wir suchen stets gesamtunternehmerische Lösungen für mittelständische Unternehmen und Konzern-einheiten in Industrie und Handel. Mit erfahrenen und pragmatischen Beratern arbeiten wir Resultat- und Umsetzungsorientiert. Durch den internationalen Verbund mit Moores Rowland International (MRI) können wir mit unseren Kunden weltweit zusammenarbeiten. Wir kennen die lokalen Gegebenheiten und stellen international gleiche Qualitätsstandards und Prozesse sicher.

Mergers & Acquisitions

- Verkauf von Unternehmen
- Kauf von Unternehmen
- Fusionen
- Finanzierungen
- Nachfolgeplanung und -regelung
- Management Buy out/Buy in

Transaction Support

- Due Diligence
- Unternehmensbewertung
- Business Planning
- Financial Modelling
- Fairness Opinion
- Post Merger Integration

Turnaround-Management

- Strategische und operative Analysen
- Turnaroundkonzept
- Prüfung Sanierungsfähigkeit und -würdigkeit
- Ertragsorientierte Restrukturierung
- Liquiditätsoptimierung
- Kapitaleinsatzoptimierung
- Bilanzsanierung
- Interimsmanagement
- Massnahmenumsetzung
- Turnaround-Controlling

Value Management

- Wertorientierte Führung
- Performance Management
- Management Information System
- Organisation finanzieller Führung
- Controlling Prozesse

Herausgeber und Redaktion, © 2005

Helbling Corporate Finance AG
Dietikon-Zürich

Verantwortlich

Beat Dolder, Partner
beat.dolder@helbling.ch
Fon: +41-44 743 84 13

Ansprechpartner Deutschland und Österreich

Helbling Corporate Finance GmbH
Neuer Zollhof 3
DE-40221 Düsseldorf
Fon: +49-211 13 70 70
Fax: +49-211 13 70 777
E-Mail: hcf@helbling.de
www.helbling.de

Ansprechpartner Schweiz

Helbling Corporate Finance AG
Bernstrasse 88 – 90
CH-8953 Dietikon
Fon: +41-44 743 84 44
Fax: +41-44 743 84 10
E-Mail: hcf@helbling.ch
www.helbling.ch

Für Mergers & Acquisitions und Transaction Support stehen neben den eigenen Gesellschaften in Deutschland und der Schweiz die Network-Offices von MRI weltweit zur Verfügung.



Helbling Corporate Finance ist Mitglied von Moores Rowland International (MRI), einem weltweiten Verbund von rechtlich unabhängigen Revisions- und Beratungsunternehmen.

