

ANALYSE & BERATUNG: Due-Diligence-Prüfung beim Unternehmenskauf

Hinter M&A-Transaktionen wie z. B. Management-Buy-In/-Out stehen Investitionsentscheidungen von großer finanzieller Tragweite. Unternehmerische Beteiligungen beinhalten stets ein Investitionsrisiko. Deshalb stellen sich viele Akquisitionen im Nachhinein als Misserfolg heraus. Der Grund: Der Investor übersah Risiken oder bezahlte einen zu hohen Kaufpreis.

Karl A. Niggemann, Geschäftsführer Institut für Wirtschaftsberatung (IfW), Meinerzhagen; Dr. Boris Hartisch, Partner IfW

1 ZIELE EINER DUE DILIGENCE

Gegenstand einer Due Diligence sind alle relevanten Sachverhalte, die dem Erwerber Chancen und insbesondere die Risiken einer Übernahme aufzeigen sollen.

Da sowohl Käufer oder Investoren wie auch die übrigen involvierten Parteien (z. B. Finanzierungspartner) ihre Entscheidung zu einem wesentlichen Teil auf die Ergebnisse der Due Diligence stützen wollen, sind die Erkenntnisse daraus laufend in den Übernahmeprozess bzw. die Verhandlungen einzubringen und zu verarbeiten. In der Regel fokussiert sich die Due Diligence auf die im Folgenden aufgeführten Bereiche.

1.1 Beurteilung der Transaktionsstruktur. Bevor die Entscheidung über den Erwerb eines Unternehmens oder einer Unternehmensbeteiligung gefällt werden kann, ist auch die voraussichtliche Gestaltung der Transaktionsstruktur frühzeitig einer Due Diligence zu unterziehen. Dabei geht es insbesondere um die Klärung dieser Fragen:

- Kann die Transaktion aus betriebswirtschaftlicher, steuerlicher und rechtlicher Sicht optimal strukturiert werden?
- Können Gesellschaftsanteile (Share Deal) übernommen werden oder bietet sich die Übernahme von Aktiva und Passiva (Asset Deal) an?
- Wie wird die Finanzierung sichergestellt und amortisiert?

1.2 Feststellen der Chancen und Risiken. Das Kernelement und eigentliche Hauptziel einer Due Diligence ist die Risikominimierung der geplanten Transaktion und die Chancenbeurteilung der damit verbundenen Investition. Im Rahmen der Vertragsgestaltung sind die festgestellten Risiken und Mängel festzuhalten. Potenzielle Käufer werden bemüht sein, durch Garantien, Gewährleistungen und/oder Zahlungsmodalitäten die Risiken gebührend zu berücksichtigen. In besonders gravierenden Fällen oder wenn der Käufer nicht bereit ist, über die

vertragliche Sicherstellung hinaus Risiken zu übernehmen, können solche Sachverhalte (sog. „Deal Breaker“) zum Abbruch von Transaktionen führen.

Bei der Beurteilung von Chancen und Risiken stehen überwiegend diese Fragen im Vordergrund:

- Sind in der Gesellschaft außerordentliche Sachverhalte erkennbar, welche vertraglich geregelt werden müssen bzw. zum Abbruch der Transaktion führen können/sollen?
- Vermittelt das zur Verfügung gestellte Informations- und Zahlenmaterial ein „getreues Bild“ der tatsächlichen wirtschaftlichen und finanziellen Situation der zu übernehmenden Gesellschaft?
- Ist der Kaufpreis plausibel und kann das investierte Kapital durch die erwarteten Rückflüsse angemessen verzinst werden?
- Sind alle wesentlichen Risiken und auch die außerordentlichen Sachverhalte durch eine entsprechende Vertragsgestaltung abgedeckt?

2 GIBT ES EINE RECHTLICHE VERPFLICHTUNG?

In rechtlicher Hinsicht ist der Käufer eines Unternehmens nicht zur Durchführung einer Due Diligence verpflichtet. Nach deutschem Recht trifft den Käufer grundsätzlich keine (vorvertragliche) Prüfungspflicht hinsichtlich des Kaufobjekts.

Allerdings: Falls der Verkäufer dem Käufer die Gelegenheit einräumt, das Zielunternehmen im Rahmen einer Due Diligence zu prüfen, ist die Durchführung der Due Diligence für den Käufer zwar nach wie vor keine Pflicht, aber nach weiten Teilen der M&A-Literatur eine Obliegenheit. Der Unternehmenskäufer kann danach Rechtsnachteile erleiden, insbesondere den Ausschluss eigener Rechte aus den ihm im Unternehmenskaufvertrag eingeräumten Garantien, wenn er eine durch den Verkäufer angebotene Möglichkeit zur Durchführung einer Due-Diligence-Untersuchung nicht wahrnimmt. In der Literatur

wird die Annahme einer solchen Obliegenheit teilweise auch allgemein unter dem Aspekt angenommen, dass sich die Due Diligence inzwischen bereits als Verkehrssitte etabliert hat. Angesichts des Verbreitungsgrades der Due Diligence beim Unternehmenskauf erscheint es nicht ausgeschlossen, dass deutsche Gerichte das Vorliegen einer Verkehrssitte in Zukunft bejahen könnten.

Die Geschäftsführung der Erwerbengesellschaft ist unter Umständen intern zur Durchführung einer Due Diligence verpflichtet. Der Vorstand einer Aktiengesellschaft hat die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten, § 76 Abs. 1 AktG. Dabei haben die Vorstandsmitglieder bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden, § 93 Abs. 1 S. 1 AktG. Eine entsprechende Regelung enthält § 43 Abs. 1 GmbHG für den GmbH-Geschäftsführer. Die Eingehung geschäftlicher Risiken ist damit nicht ausgeschlossen. Dem Vorstand/Geschäftsführer steht die Einschätzung zu, ob eine Maßnahme im Interesse des Unternehmens ist oder nicht. Er ist dabei zur sorgfältigen Ermittlung der Grundlagen seiner unternehmerischen Entscheidung verpflichtet. Beachtet der Vorstand/Geschäftsführer die gebotene Sorgfalt nicht oder ist die Bereitschaft unternehmerische Risiken einzugehen, in unverantwortlicher Weise überschritten, macht sich der Vorstand/Geschäftsführer schadensersatzpflichtig.

3 VORVERTRAGLICHE AUFKLÄRUNGSPFLICHTEN DES VERKÄUFERS

Die Gewährung einer umfassenden Prüfung des Unternehmens durch den Käufer ist für den Verkäufer kein Selbstzweck. Nach ständiger Rechtsprechung trifft den Verkäufer bei Verhandlungen über den Verkauf eines Unternehmens oder von Gesellschaftsanteilen eine gesteigerte Aufklärungs- und Sorgfaltspflicht. Die Rechtsprechung begründet dies mit der Komplexität eines Unternehmens und erkennt das Informationsungleichgewicht an, das einem Käufer die Beurteilung der wertbildenden Faktoren und Risiken eines Unternehmens erschwert.

”

Nach ständiger Rechtsprechung trifft den Verkäufer eine gesteigerte Aufklärungs- und Sorgfaltspflicht

Nach der Rechtsprechung des BGH sollte der Verkäufer in jedem Fall angemessene Informationen über das zu verkaufende Unternehmen für den Käufer zusammenstellen und deren Prüfung im Rahmen der Due Diligence ermöglichen. Je sorgfältiger und übersichtlicher dies ge-

schieht, desto effektiver werden Risiken minimiert. Verkäufer neigen bisweilen zu der Annahme, dass sie ihrer Aufklärungspflicht jedenfalls dann ohne Weiteres nachkommen, wenn sie die relevanten Informationen dem Käufer irgendwie übermitteln oder unstrukturiert in den Datenraum einstellen. Dies muss nicht notwendigerweise ausreichend sein. Vielmehr hat die Zurverfügungstellung von Informationen derart zu erfolgen, dass vernünftigerweise mit einer entsprechenden Kenntnisnahme seitens des Kaufinteressenten gerechnet werden kann.

Die Anforderungen an die Aufklärungspflicht können je nach Situation unterschiedlich sein.

3.1 Aufklärungspflicht bei Nachfrage des Käufers. Eine gesteigerte Aufklärungspflicht des Verkäufers besteht nach der Rechtsprechung, wenn der Käufer im Vorfeld des Vertragsschlusses nach einem bestimmten Umstand fragt und daraus für den Verkäufer erkennbar ist, dass dieser Punkt eine wesentliche Bedeutung für die Kaufentscheidung hat. Der Verkäufer muss insbesondere Informationsanfragen zu Punkten, die er selbst als bewertungsrelevant einschätzt, nachgehen.

3.2 Aufklärungspflicht des Verkäufers im Bieterverfahren. Auch trifft den Verkäufer eine gesteigerte Aufklärungspflicht, wenn er Informationen in einem nach seinen Vorstellungen aufgebauten Datenraum zur Verfügung stellt. Durch die Bereitstellung im Datenraum müssen die Kaufinteressenten davon ausgehen, dass alle im Index des Datenraums aufgelisteten Informationen und Rechtsverhältnisse vollständig und richtig wiedergegeben sind.

4 AUSWIRKUNGEN AUF DIE VERTRAGSGESTALTUNG

Die Aufklärung des Käufers durch den Verkäufer beim Unternehmensverkauf ist typischerweise nicht nur eine Frage der Due Diligence selbst, sondern vielmehr auch der Vertragsgestaltung. Die Interessen von Käufer und Verkäufer bei der Berücksichtigung der Due Diligence im

“

Unternehmenskaufvertrag sind ganz unterschiedlich. Der Verkäufer wird regelmäßig darauf drängen, sämtliche Informationen, die dem Käufer und seinen Beratern im Rahmen der Due Diligence zur Verfügung gestellt wurden, als bekannt vorauszusetzen und für alle Fälle von

Kenntnis eine Haftung des Verkäufers auszuschließen. Eine die Interessen des Verkäufers schützende Klausel kann dann wie folgt lauten:

Die Käuferin hat mithilfe ihrer Berater eine umfassende Due-Diligence-Prüfung der Gesellschaften, ihrer Angestellten, der Geschäftstätigkeit und der Finanzlage durchgeführt. Dokumente, die der Käuferin im Rahmen der Verhandlungen oder anderweitig zur Verfügung gestellt wurden, gelten als der Käuferin positiv bekannt. Gleiches gilt für sonstige der Käuferin in diesem Zusammenhang zur Verfügung gestellte Informationen, unabhängig von der Form ihrer Zurverfügungstellung. Die Kenntnis der Berater der Käuferin und derjenigen Mitarbeiter, die mit der Due-Diligence-Prüfung oder mit der Verhandlung und dem Abschluss dieses Vertrages betraut waren, wird der Käuferin als positive Kenntnis zugerechnet. Eine Inanspruchnahme der Verkäuferin aus einer Verkäufergarantie ist ausgeschlossen, wenn die Käuferin die anspruchsbegründende Tatsache kannte oder kennen musste.

Im Gegensatz dazu wird der Käufer versuchen, eine Klausel in den Unternehmenskaufvertrag aufzunehmen, wonach dem Verkäufer die Geltendmachung von jeglichen Rechten infolge der Durchführung einer Prüfung verwehrt ist. Eine solche Regelung kann so aussehen:

Eine etwaige Kenntnis der Käuferin von der Unrichtigkeit einer Zusicherung gemäß diesem Vertrag führt nicht zum Anspruchsausschluss. Die (auch entsprechende) Anwendung der §§ 442, 453 BGB sowie der §§ 377, 378 HGB ist ausgeschlossen.

Die Lösung dieses Konfliktes hängt von der Stärke der Vertragsparteien ab. Sind die Verhandlungsstärken ausgewogen, kann eine vermittelnde Vertragsbestimmung beispielsweise so lauten:

§ 442 Abs. 1 BGB findet Anwendung in Bezug auf die Anlagen dieses Vertrags sowie die dem Verkäufer im virtuellen Datenraum zur Verfügung gestellten Unterlagen. Der Käuferin gelten solche Tatsachen und Umstände als bekannt, die sich ohne weitere Untersuchung oder Nachforschung aus den vorstehend genannten Unterlagen ergeben.

5 DURCHFÜHRUNG DER DUE DILIGENCE

Die Due Diligence konzentriert sich auf diese unternehmerischen Bereiche:

- Finanz- und Rechnungswesen
- Steuern
- Recht
- Umwelt/Ökologie
- Personal
- Markt und Produktion
- Strategie:

- Wettbewerbsanalyse
- Produktanalyse
- Führungsstrukturen
- Management
- Unternehmenskultur

In jüngster Zeit verzichten speziell Großunternehmen nicht auf eine Compliance-Due-Diligence.

Der Erfolg einer Unternehmenstransaktion kann durch eine unreflektierte Übernahme von Compliance-Risiken beim Kaufobjekt nachhaltig negativ beeinflusst werden. Das trifft insbesondere bei der Expansion der Geschäftstätigkeit über die Landesgrenzen hinaus zu. In Zeiten zunehmender gesetzlicher und regulatorischer Anforderungen hinsichtlich Compliance, Transparenz, Integrität und Überwachung der eigenen Geschäftstätigkeit wirken sich rechtliche Risiken unmittelbar wertmindernd aus. Und nicht nur das: Wer die „Katze im Sack kauft“, die sich später als Fehlgriff erweist, kann sich schadensersatzpflichtig und ggf. sogar strafbar machen. Typische Risikofaktoren sind:

- Korruption,
- Kartelle,
- Steuerhinterziehung.

Wer speziell bei grenzüberschreitenden Akquisitionen eine Compliance-Due-Diligence unterlässt, riskiert den Misserfolg des Projektes und damit ggf. erhebliche Schäden. Außerdem wirkt eine Compliance-Due-Diligence haftungsentlastend.

6 M&A-VERSICHERUNGEN

Beim Kauf und Verkauf von Unternehmen ist diese Situation nicht selten: Verkäufer und Käufer haben sich über den Kaufpreis und die Zahlungsmodalitäten geeinigt – es bleibt lediglich noch die Regelung der üblichen Garantien und Gewährleistungen. Zur Überraschung der Parteien erweist sich die Diskussion häufig als viel schwieriger als die Kaufpreisdiskussion – viele Transaktionen scheitern daran. Unternehmensverkäufer erwarten die Begrenzung des Risikos aus gegebenen Garantien auf wenige Themen und auf einen geringen und fest begrenzten Betrag bzw. auf einen Prozentsatz des Kaufpreises. Unternehmenskäufer streben einen weitreichenden Garantiekatalog an – sie möchten insbesondere die wirtschaftlichen Folgen unbekannter Risiken nicht tragen. Die Verlagerung dieser Risiken auf Versicherungen kann die Problemlösung sein.

Es gibt unterschiedliche Möglichkeiten, die Risiken aus Käufersicht über Versicherungen zu reduzieren. So besteht die Möglichkeit, unbekannte Risiken, die aus der Verletzung von Garantien und Freistellungen des Käu-

fers in einem Kaufvertrag resultieren, zu versichern. Auch bekannte Steuerrisiken können Gegenstand einer Versicherung sein. Die sogenannte W&I-Versicherung deckt unbekannte Risiken, die aus der Verletzung von Garantien und Freistellungen des Verkäufers in einem Kaufvertrag folgen. Die Praxis kennt sowohl Käufer- als auch Verkäuferpolicen. In die Käuferpolice ist Betrug durch den Verkäufer eingeschlossen.

Aus Käufersicht ergeben sich durch die M&A-Versicherung strategische Vorteile: Durch die Versicherung kann die Dauer und das Haftungslimit der Garantien erweitert werden. Dadurch ergeben sich ggf. deutliche Verhandlungsvorteile. Außerdem wird das Risiko, Forderungen gegen Verkäufer mit beschränkter Solvenz oder in einem ausländischen Rechtssystem nicht durchsetzen zu können, gemindert.

Verkäufer können ebenfalls Vorteile haben. So wird insbesondere Private-Equity-Investoren der Verkauf erleich-

tert, da diese interessiert sind, Fonds abzuwickeln. Solange noch Haftungsrisiken bestehen, ist das nicht möglich. Außerdem können Verkäufer schneller über die Verkaufserlöse verfügen und den Nettoerlös der persönlichen Zielsetzung entsprechend wieder investieren.

Allerdings: Die Prämie ist nicht unerheblich, 2 Prozent der Versicherungssumme sind für die W&I-Versicherung keine Seltenheit. Die Höhe der Prämie ist abhängig vom Verhältnis der Versicherungssumme zu Transaktionsvolumen, Selbstbehalt und den transaktionsspezifischen Gegebenheiten. Durch die Größenordnung des Selbsthalts wird nicht nur die Prämie bestimmt – soweit bekannt, sind Policen ohne Selbstbehalt kaum erreichbar. Nicht selten werden bis zu 25 Prozent des Transaktionsvolumens durch Versicherungen gedeckt.

Gründe für eine M&A-Versicherung sind unverkennbar – allerdings darf der Kostenaspekt nicht vernachlässigt werden.

KOMPAKT

- Viele Risiken beim Unternehmenskauf können vermieden oder der Schaden daraus minimiert werden, wenn die Due Diligence professionell durchgeführt wird.
- Die sorgfältige Durchführung einer Due Diligence beim Unternehmenskauf ist aus Käufersicht ein zwingendes Erfordernis.
- Die Notwendigkeit einer Käufer-Due-Diligence entbindet allerdings den Verkäufer nicht von dessen vorvertraglichen Aufklärungspflichten.