

CHRISTOPH WILDENSEE · JAN KRUPSKI · ANNA-KATHARINA KLOSKA

Prüfung von Beteiligungs- investments und zugrunde liegender M&A-Due-Diligence- Dokumentationen

Im Jahr 2011 beschloss der Bundestag mit dem 13. Gesetz zur Änderung des Atomgesetzes (AtGÄndG) den Ausstieg aus der Stromproduktion mit der Primärenergie Kernkraft. Auch infolge dieses Beschlusses gerieten die Betreiber der Kernkraftwerke in wirtschaftliche Schwierigkeiten, auf die zum Beispiel E.ON unter anderem mit der Auslagerung von Teilen der konventionellen Energieerzeugungssparten in die Tochter Uniper und in 2016 anschließend dem Börsengang reagierte. Parallel erwerben die Muttergesellschaften der Kernkraftwerksbetreiber innovative Start-up-Unternehmen. Kommunale Versorgungsunternehmen folgen diesem Trend. Sie bauen ihr Portfolio durch die Beteiligung an Unternehmen aus, welche Schnittmengen mit dem eigenen Geschäftsfeld aufweisen.¹

Es wird also nicht nur das angestammte Geschäftsumfeld handels- und steuerrechtlich durch die Wahl bestimmter Rechtsformen und eigentumsrechtlicher Über- und Unterordnungsverhältnisse optimiert. Auch fremde Unternehmen können über Engagements im Bereich Mergers & Acquisitions (M&A) dazu beitragen, die eigenen Prozesse sowohl horizontal als auch vertikal zu optimieren, das Produktportfolio integrativ zu erweitern und das eigene Geschäftsmodell gegen wettbewerbliches Interesse effektiv abzusichern. Das Beteiligungsmanagement erhält entsprechend einen größer werdenden Schwerpunkt im investierenden Unternehmen – aus Beteiligungen fließen häufig erhebliche Anteile dem Unternehmensergebnis zu – und auch das Controlling und Risikomanagement² erleben nicht unerhebliche Aufwertungen.

1. Problematik

Soll ein Unternehmen als Teil oder in Gänze erworben werden, ist die grundsätzliche Entscheidung bereits gefallen, welche Vorhaben verfolgt werden.³ Vor der endgültigen Entscheidung über den Erwerb eines Unternehmens(-teils) ist die

Durchführung eines Bewertungsprozesses⁴ erforderlich, der die Grundlage der Entscheidungsfindung über den Weg der eigentumsrechtlichen Übertragung bildet. Im Fokus stehen sowohl die juristischen, finanziellen/rechnungslegungsrelevanten Gegebenheiten (Bilanz, GuV, Bewertungsmethodik etc.) als auch die Produktions-, Absatz-, Nachhaltigkeits- und Wettbewerbssituation.⁵ Dieser Bewertungsprozess wird subsum-

¹ Ein Beispiel ist die MVV Energie mit dem Einstieg bei Enerix als Bereitsteller dezentraler Energielösungen sowie den Windkraftprojektieren Windwärts und juwi in 2015 und 2016. Etablierte Versorgungsunternehmen nehmen so aktiv an der Gestaltung der Energiewende teil.

² Vgl. Rödler, E. (2016).

³ Vgl. Snitkin, P. (2015), S. 90 f.

⁴ Unabhängig davon, ob es sich um einen „share deal“ oder einen „asset deal“ handelt; vgl. Zirngibl, N. (2003); vgl. Krecek, T. (2001), S. 23 ff.

⁵ Vgl. z. B. Kappler, U. (2004).



Dipl.-Betriebswirt
Christoph Wildensee,
DBA, CISM, CRISC, ist
kaufmännischer und
IV-Revisor der Stadtwerke
Hannover AG.
Jan Krupski, BSc., war
Praktikant in der Revisi-
onsabteilung der
Stadtwerke Hannover AG
und ist cand. MSc., Leibniz
Universität Hannover.
Dipl.-Kauffrau **Anna-
Katharina Kloska**, CIA,
CRMA, ist Leiterin der
Revisionsabteilung der
Stadtwerke Hannover AG.

Art/Teilgebiet	Inhalt
Legal/Compliance	Erfassung und Analyse der rechtlichen Basis, alle rechtlich für das Unternehmen relevanten Dokumente mit Auswirkungspotenzial auf Zukunftsergebnisse, Organisation, Grundbesitz, Verträge einschließlich Bürgschaften, Garantien, Patente, Lizenzen, anhängende Rechtsstreitigkeiten, ⁶ bei Insolvenzmasse Schuldverzicht = Übernahme mit bereinigter Verbindlichkeitslage etc., Grundlagen z. B. BGB, HGB, IDW S1, GWB, GmbH-G, AktG, WpÜG, spezifische Auslandsgesetzgebung
Tax	Ermittlung aller steuerlichen Verpflichtungen des Unternehmens und steuerlicher Auswirkungen, steuerliche Risiken und Belastungen, z. B. Verlustvortrag, auch Bilanzanalyse und Analyse der Steuererklärungen, auch handels- und steuerrechtliche Bewertungsmaßstäbe als Möglichkeit der Gestaltung der Jahresergebnisse und Steuerlast, Bewertung auf Steuerrisiken und Überprüfung der ausreichenden relevanten Vorsorgekonzepte und Rücklagen, Steuerberater
Financial	Bilanzanalyse, Kennzahlen und GuV (historisch, drei bis fünf Jahre), Kapitalflussrechnung, Bilanzpolitik, Finanz- und Kapitalstruktur, Vermögenswerte, Investitionsstau, Verbindlichkeiten, Liquidität, Kalkulationen/Margengenerierung usw., Unternehmensbewertung als Indikator des Kaufpreises, Unternehmenswert entspricht dem Barwert der künftigen, entnehmbaren Gewinne, bereinigte Kapitaleinsatzrendite
IT	Strategische Ausrichtung, IT-Architektur, Durchdringung, technologischer Grundstock, prozessuale Integrationsmöglichkeiten, Re-Invest-Bedarf, Dienstleister, Verträge etc.
Technical/Production	Bewertung des Anlage-/Produktionsvermögens aus technischer/technologischer Sicht, Produktionsanlagen state of the art? Zukunftsträchtig? Nachhaltig? Buchwert maximal Marktwert, Verschleiß/Reparatur/Revision, Re-Invest-Bedarf, auch Lagerungskosten, Durchlauf- und Leerlaufzeiten, Fehlerraten, kunden-/auftragsneutrale Produktion (order penetration point), Vernetzung, ggf. korrespondierend mit IT usw.
Commercial/Market/Innovation	Produkt-Marktmodell, Produktplatzierung, Produktpotenzial, auch Kundensicht, Innovationskraft, IT-verbundene Themen, ggf. F&E, zukünftige Ausrichtung, Umsatzpotenziale, Standortanalysen, Investitionsbedarfsplanung usw.
Environmental/Real Estate	Nutzung und Entwicklungsmöglichkeiten der Gebäude, Verfügbarkeit, Ausbaufähigkeit, auch Umweltaltlasten durch das Unternehmen
HR/Management	Organisation, strukturelles Humankapital, arbeitsrechtliche Regelungen, Gehaltsstruktur, Pensionszusagen, Regelungen zu Entscheidungsfindungs- und Führungsprozessen, ggf. auch Kulturrisiken etc.

Tab. 1: Teilgebiete des Begriffs Due Diligence

miert unter dem Begriff Due Diligence. Er bedeutet „erforderliche, angemessene, gebührende Sorgfalt“ und soll das analytisch-prüfende und verifizierende Bemühen um die realistische und investoreninteressengesteuerte Bewertung einer Beteiligungs- oder Übernahmetransaktion ausdrücken.⁶ Dies rührt auch aus der Problematik her, dass die Vertragsgestaltung üblicherweise dafür sorgt, dass der Verkäufer nur begrenzt für Mängel und Fehler der Kaufsache haftet.⁷ „Die Primärfunktion der Due Diligence ist deshalb die Wertbestimmung des Anteils und nicht die Vorbereitung vertraglicher Gewährleistungen“⁸, das

heißt im Mittelpunkt steht die Bewertung von vorhandenen Unternehmensaktiva, den Verbindlichkeiten und (verdeckten) Rechtsrisiken, die Gewinnung von Transparenz über den realen Wert des Investments. Über das zu veräußernde Unternehmen werden vom Verkäufer alle vermeintlich als bewertungsrelevant erachteten Unterlagen (interessengesteuert) zusammengetragen und den Erwerbsinteressenten jeweils nach Unterzeichnung einer Verschwiegenheitserklärung in einem Datenraum zur Verfügung gestellt.

Der Veräußerer erstellt üblicherweise ein Fact Book zum Risiko-Screening mit SWOT-Analyse (Stärken, Schwächen, Chancen, Risiken/Bedrohungen) und stellt es den Erwerbsinteressenten unter Wahrung der Gleichbehandlung zur Verfügung. Die Interessenten übergeben wiederum einen Letter of intent als Absichtserklärung des grundsätzlichen Willens zum Abschluss der Transaktion, allerdings ohne rechtliche Bindungswir-

⁶ Vgl. Kappler, U. (2004), S. 23 f.; vgl. Zirnigbl, N. (2003), S. 5.

⁷ angelsächsisch Grundsatz des „caveat emptor“, auch nach deutschem Recht Vertragsgestaltungspunkte üblich u. a. zu Haftungsausschluss und Beweislast bei Rechtsmangel; vgl. Zirnigbl, N. (2003), S. 5, 9 ff.; vgl. auch Krecek, T. (2001), S. 10 ff., 124 ff., 163 f.; vgl. Ehrecke T. R. (2007), S. 131.

⁸ Zirnigbl, N. (2003), S. 9.



Abb. 1: Phasen der Due-Diligence-Abwicklung
Quelle: Trendsearch

kung. Die asymmetrische Informationsbereitstellung und Datenfilterung durch den Verkaufsverantwortlichen (zum Beispiel auch bei Insolvenz der Insolvenzverwalter) bedeuten üblicherweise, dass im vorvertraglichen Kontext ein Data-Gap (Wissenslücke, Datenqualitätsunsicherheit) auf Interessentenseite vorliegt, die bis zur Übernahme kaum aufzulösen ist.⁹

Der eingeschränkte Umfang der vom Veräußerer zusammengestellten Unterlagen lässt eine objektive und zeitnahe Datenanalyse oft nicht zu. Nicht selten werden daher externe Fachgutachten zu bestimmten Fragestellungen durch (technische) Sachverständige und auch durch Wirtschaftsprüfer erstellt, die neben der Frage der Wert- und Nachhaltigkeit methodisch nachvollziehbar einen Unternehmenswert für die Offerte ermitteln.¹⁰ Auf Interessentenseite ist die Frage zu beantworten, wie hoch das Gebot maximal sein darf, um noch oberhalb der eigenen Mindestrenditevorgabe zu liegen und innerhalb des Zeitfensters mitbieten zu können, denn es besteht die Gefahr, den Zuschlag für begehrte Investitionsob-

jekte nicht zu erhalten. Dies kann aber auch dazu führen, dass die Personen, die das Projekt realisieren möchten, die Grundlagen zur Entscheidungsfindung bedarfsgerecht aufbereiten und das Käuferinteresse mit dem eigenen Blick interpretieren.

Letztlich wird das Unternehmen in einem Bieterverfahren veräußert und dieses Vabanquespiel, das für die Erwerbsinteressenten üblicherweise erhebliche Betrachtungslücken aufweist, führt zu neuen Eigentumsverhältnissen. Dies muss allerdings nicht zwangsläufig zu einem in der Due Diligence ausgewiesenen Mehrwert für den Käufer führen. Nach dem Erwerb sind in der Regel erhebliche Anstrengungen erforderlich, um „post-merger“ die erhofften Synergien und finanziellen Vorteile zu heben, sofern es sich um ein Integrationsprojekt handelt.¹¹ Nur bei rein finanzieller Beteiligung am Unternehmen ohne prozessintegrierte Komponente kann von geringeren Hemmnissen ausgegangen werden.

2. Interne Revision

Das Betätigungsfeld der Internen Revision (IR) im Unternehmen ist hinreichend beschrieben. Tenor

9 Vgl. Snitkin, P. (2015), vgl. S. 151 f.; Zirngibl, N. (2003), S. 2, 11, 25 f.

10 Vgl. Zirngibl, N. (2003), S. 6; vgl. auch Rohde, W.-G. (2016).

11 Vgl. auch Siebert, N. (2013); vgl. Snitkin, P. (2015), S. 140 f.; vgl. Zirngibl, N. (2003), S. 12.

ist, dass die moderne IR neben Prüfungs- und Beratungsleistungen auch ex post Unternehmensprojekte einer Projektrevision unterzieht. Aufgabe der IR ist es, Schaden vom Unternehmen durch risikoorientierte (nicht nur, aber zumeist nachge-

Nach dem Erwerb sind in der Regel erhebliche Anstrengungen erforderlich, um die erhofften Synergien und finanziellen Vorteile zu heben.

lagerte) Prüfungsleistungen abzuwenden. Diese führen zu Maßnahmen in den Fachabteilungen, um erkannte Mängel nachhaltig zu beseitigen. Zusätzlich erbringt sie Beratungs- und Begleitungsleistungen, um prozessual-operative Mängel gar nicht erst entstehen zu lassen. Daraus ergeben sich zunächst zwei Ansätze für Aktivitäten der IR im Bereich M&A. Zum einen könnte sie solche Prozesse beratend begleiten, die internen Abläufe auf (interne und externe) Regelkonformität fortwährend prüfen und diese im Idealfall parallel zur Abwicklung der Teilschritte der Geschäftsführung bestätigen. Zum anderen könnte sie auch im Nachgang einer M&A-Transaktion die Regelkonformität und Dokumentationsqualität prüfen, um hieraus für den zukünftigen internen Bewertungsprozess Optimierungspotenzial abzuleiten. Gemeinsam haben beide Ansätze die Notwendigkeit, sich intensiv mit den Komponenten und Inhalten der Due-Diligence-Vorgaben zu beschäftigen und auch die methodischen Ansätze zu verinnerlichen.

Dieser Artikel soll eine Hilfestellung für Revisorinnen und Revisoren darstellen, die sich mit M&A-Due Diligence beschäftigen. Dabei fokussiert der Artikel vornehmlich auf den Nachvollzug vorhandener Unterlagen, die im Due-Diligence-Prozess intern entstehen, zur Berechnung der Vorteilhaftigkeit des Investments beim Erwerbsinteressenten erstellt oder durch den Veräußerer übergeben werden.

3. Due Diligence

Der Aufwand für die Aufstellung und interne Beurteilung der Unterlagen zur Due Diligence steigt mit der Größe des Investitionsobjektes. Der Prozess kann durchaus mehrere Monate dauern, der zeitliche Horizont kann aber seitens des Veräußerers auch deutlich verkürzt werden. Der Prozess

unterteilt sich in mehrere Phasen, die durchlaufen werden, bis wiederum eine Entscheidungsvorlage für die Geschäftsführung entsteht.

Es gibt verschiedene Arten der Due Diligence, die je nach Investmentvolumen herangezogen werden. Ist das Übernahmevermögen eher gering, erfolgt üblicherweise eine geringere Basisbetrachtung, ist das Volumen höher, ist auch die Intensität der Due-Diligence-Untersuchung stärker. In Tabelle 1 sind Teilgebiete der Untersuchung beispielhaft dargestellt.¹³

Bei der Vorbereitung des Eigentumswechsels zu für den Verkäufer günstigen Bedingungen muss unterstellt werden, dass die Unterlagen für die Beschreibung der Unternehmung unter dieser Prämisse zusammengestellt werden. Eine Vielzahl an Informationen ist den Kaufinteressenten nicht zugänglich. Das Grenzpreiskalkül ist durch die Verkäuferseite einseitig gesteuert, die Interessentenseite befindet sich in der Defensive.¹⁴ Ob die Investition die erwartete Rendite erwirtschaftet, stellt sich erst später heraus, sodass oftmals mit einem Risikoabschlag gearbeitet wird. Die Kosten für eine spätere Post-Merger-Integration sind dabei selten absehbar oder realistisch einschätzbar. Ebenfalls sind das Wertsteigerungspotenzial und die erwarteten Ausschüttungen für die Halteperiode und der Verkaufserlös bei Exit kaum kalkulierbar. So kann grundsätzlich nur mit Best-/Worst-Case-Szenarien gearbeitet werden.

4. Finanzielle Bewertungsmethoden

Stehen die Unterlagen zur Verfügung, sind diese neben einer grundsätzlichen Einschätzung auf Vollständigkeit und Plausibilität zu prüfen. Im Anschluss werden sie aufgrund der ausformulierten Dokumentinhalte in eine Investitionsrechnungsgrundlage gefasst. Es steht eine Vielzahl an Methoden zur Verfügung.¹⁵ Eine der bewährten Methoden ist das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF), bei dem zukünftig erwartete Ein- und Auszahlungsströme (Zu- und Abfluss liquider Mittel, zahlungswirksam) über den Betrachtungszeitraum ermittelt und die Differenz als Cash Flow berechnet werden. Der interne Zinsfuß der Investition gibt an, bei welchem Zinssatz sich ein Barwert von Null ergibt. Liegt der interne Zinsfuß über der Mindestrenditeerwartung, zum Beispiel gegeben durch die durchschnittlichen

¹³ Vgl. auch Snitkin, P. (2015), S. 96 ff.

¹⁴ Vgl. Snitkin, P. (2015), S. 106.

¹⁵ Vgl. z. B. Steigertahl, R. (2013); vgl. Snitkin, P. (2015); vgl. Rohde, W.-G. (2016).

¹² Vgl. auch Mayer, E. (2016).

Kapitalkosten (WACC), ist der Nettobarwert der Investition positiv.¹⁶ Aufgrund der Prognostizierung einer zukünftigen geschäftlichen Entwicklung ist es unumgänglich, hier ebenfalls mit Best-/Worst-Case-Szenarien zu arbeiten.

5. Besonderheiten bei der Betrachtung

Die Aufgabe der Revision ist es, über die bereitgestellten und intern abgefassten Unterlagen zu identifizieren, ob eine hinreichend nachvollziehbare Grundlage zur Entscheidungsfindung zum Zeitpunkt der Vorlage bei der Geschäftsführung geschaffen wurde (vgl. Abbildung 1 zu den Möglichkeiten der Unterstützung in der Due Diligence).

Dabei liegt ein Schwerpunkt der Prüfkriterien in der Suche nach Hinweisen, die darauf hindeuten, dass die Investment-Range künstlich erhöht wurde, und ob das Investment hinsichtlich der voraussichtlich nachgelagerten Integrationsphase in das Portfolio des Unternehmens passt.

Nachfolgend werden beispielhaft Besonderheiten bei der Betrachtung von Investitionsgrundlagen dargestellt, auf die die IR hinweisen sollte. Es können sowohl vereinfachte als auch hochkomplexe Berechnungen vorliegen – es bestehen grundsätzlich identische Ansätze zur Kritik.

- Bei der Beurteilung/Verifizierung der Einzelpositionen der Ein- und Auszahlungsströme fehlt häufig die Dokumentation, wie diese gebildet wurden und aus welcher Grundlage heraus die zukünftige Entwicklung abgeleitet wird. Ferner sind auch Preisanpassungsfaktoren, die über die gesamte Laufzeit eine Steigerung bewirken, in Gänze selten plausibel. Das

Aufgabe der Revision ist es, zu identifizieren, ob eine nachvollziehbare Grundlage zur Entscheidungsfindung geschaffen wurde.

Errechnen des internen Zinsfußes ist rechnerisch unspektakulär (zum Beispiel mithilfe von Excel). Doch die Herleitung der Inputgrößen und jährlichen Steigerungsraten ist wesentlich und muss zwingend nachvollziehbar historisiert sein. Da dies eine der Möglichkeiten ist, durch geschickte Wahl und Manipulation die Angebots-Range zu beeinflussen, ist dies ein zentraler Punkt.

- Vor der Abgabe eines Gebots ist zu prüfen, ob der Nachinvestitionsbedarf für die Folgejahre im Rahmen der Due Diligence plausibel ermittelt und bewertet wurde. Er ist folglich entsprechend in die Betrachtungen zur Berech-

16 Vgl. Schilling, S. (2013), S. 80 ff.



Weitere Informationen:
 www.ESV.info/17489

Geschäftsabläufe sicher prüfen

Dieses Buch präsentiert aktuelle Ansätze effizienter Systemprüfungen, erfahrene Experten berichten Ihnen aus der eigenen Praxis – mit Fokus auf Three (Four) Lines of Defence, Prozessmanagement, Internes Kontrollsystem und Wirtschaftlichkeit. Grundlagen und Konzepte für die Prüfungsgestaltung und -durchführung von Systemprüfungen in der Bankpraxis – mit Ansätzen zu Risikomanagement, Betrugsprävention, MaRisk-Anforderungen an Datenmanagement, Datenqualität, Risikodatenaggregation und Risikoberichterstattung, zu Immobilienkrediten und Verwaltungskontrollen Europäischer Fondsfinanzierungen.

Systemprüfungen in Kreditinstituten Neue Prüfungsansätze für die Bankpraxis

Herausgegeben von Axel Becker

2017, 296 Seiten, mit Abbildungen und Tabellen,
 € (D) 49,95, ISBN 978-3-503-17489-8

ESV ERICH
 SCHMIDT
 VERLAG
 Auf Wissen vertrauen

Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG · Genthiner Str. 30 G · 10785 Berlin · Tel. (030) 25 00 85-229 · Fax (030) 25 00 85-275 · ESV@ESVmedien.de · www.ESV.info

nung der Vorteilhaftigkeit des Investments einzubeziehen. Grundlage sollte nicht der Marketingauftritt der bisherigen Eigner sein. Für die interne Darlegung der Angebotsermittlung ist eine realistische Sicht notwendig. Es ist eine Position, die in ihrer Ausgestaltung genutzt werden kann, um ein Projekt vorab genehmigungsreif zu rechnen. So nimmt auch die Technical Due Diligence häufig eine besondere Klärungsfunktion ein.

Ein Schwerpunkt der Prüfung liegt darauf festzustellen, ob das Investment hinsichtlich der voraussichtlich nachfolgenden Integrationsphase in das Portfolio des Unternehmens passt.

- Die Rendite wird nominal ermittelt. Die Berücksichtigung der volkswirtschaftlichen Größe Inflation als Vergleichskorrektiv ist grundsätzlich zu vernachlässigen, obwohl die Fachliteratur auch durchaus Gegner dieser Sicht aufweist.¹⁷ Diese spielen aber auf Investments in Wirtschaftsräumen an, die einen hohen Geldwertverlust aufweisen, wo also erhebliche Unsicherheit über die Geldwertentwicklung (der Fremdwährung) existiert. Dies trifft vor allem dann zu, wenn das Engagement nicht im eigenen Wirtschaftsraum stattfinden soll (zum Beispiel Schwellen- und Krisenländer). Aber auch bei Investitionen in Randgebieten des eigenen Wirtschaftsraumes und deren Anrainer, wo die Wirtschaftsentwicklung hinter der eigenen zurückbleibt und/oder deren Rechtsordnung gegebenenfalls Unsicherheiten aufweist, ist eine Berücksichtigung als Zusatzinformation zur Nominalgröße vorab unumgänglich (beispielsweise Balkan, Baltikum etc.). Wird sie als Preisanpassungsfaktorreduzierung implementiert (Differenz aus Preisanpassungs- und Inflationsrate im Block der Zahlungsströme), lässt sich nur die reale Entwicklung ableiten. Sinnvoll ist daher die nachgelagerte Berücksichtigung als Zusatzinformation.
- Bei zeitlich fixierten Investments mit weitgehend feststehender Verkaufs-/Übernahmeoption am Ende der Laufzeit (mit Restwertermittlung, auch optionaler Kurswert) wird in die Zahlungsreihe des Investitions-

bewertungsschemas der in der Exit-Strategie festgelegte Unternehmens- oder Zielkurswert einbezogen. Bei der (Teil-)Übernahme von Unternehmen, die sich in der Seed- oder Start-up-Phase befinden, ergeben sich aber Probleme bei der Bewertung. Es ist nicht möglich, die Geschäftsentwicklung eines Start-ups realistisch zu prognostizieren. Vielmehr handelt es sich bei der Bewertung durch die aktuellen Eigner zumeist um die ungewisse Prognose euphorischer Wunschvorstellungen. So bleibt kaum mehr als die DCF-Methode mit einer Fünf-bis-sechs-Jahresbetrachtung ohne Restwertbezug (gegebenenfalls Benefit des Käufers), selbst wenn DCF im Ergebnis eher unrealistisch ist. Es gilt folglich, eine alternative Form der Unternehmenswertermittlung oder aber der hier greifenden Mindestrenditeerwartung zu finden. Die Rationalisierung der Entscheidungsfindung widerspricht dem Vorgehen, zunächst hohe Beträge zu investieren, wenn aufgrund fehlender oder bisher defizitärer Geschäftskennzahlen eine Aussage über eine realistische Sicht des Unternehmenserfolgs nicht möglich ist (zum Beispiel auch bei Gazellenunternehmen, das heißt schnell wachsend, Beschäftigtenzahl- und/oder Umsatzsteigerung mindestens 20 Prozent jährlich drei Jahre in Folge). Hier kann nur eine dezidierte Wettbewerbs- und Marktanalyse (Wettbewerb, Kundenbedarfe, evtl. Alleinstellungsmerkmale etc.) die entscheidenden Impulse setzen. Investoren müssen akzeptieren, dass es sich um Wagniskapital handelt, ohne sich getrieben zu fühlen und zu viel zu investieren. Hier gibt es ein hohes Potenzial in beide Richtungen, (hoher Gewinn bis (Total-)Verlust).¹⁸

- Der Veräußerer versucht nicht selten, den Zeithorizont des Bieterverfahrens im Rahmen des Zulässigen zu verknapfen. Obwohl die Due-Diligence-Betrachtung und Wertermittlung eine angemessene Zeit benötigen, soll dies gegebenenfalls die Möglichkeit, sich ein realistisches Bild zu verschaffen, reduzieren. Der zugrunde liegende Zeithorizont wird sich niederschlagen auf den Prüfungsumfang. Dies muss seitens der Revision bei der Beurteilung der vorhandenen Entscheidungsgrundlagen für das Management entlastend beachtet werden.

¹⁷ Vgl. z. B. Pike, R. (1996); vgl. Nelson, C. R. (1976).

¹⁸ Vgl. Steigertahl, R. (2013).

- Die Mindestrenditeerwartung wird in vielen Unternehmen als einheitliche Festlegung unabhängig von Projektgröße und -art vorgegeben. Dabei wird nicht unterschieden zwischen Bestands-, Wachstums- und Langfristprojekten. Grundsätzlich gilt, dass möglichst frühzeitig positive Cash Flows erwirtschaftet werden sollen, weil mit fortschreitendem Projektverlauf die Unsicherheiten zunehmen. Dies würde aber bedeuten, dass bestimmte Langfristprojekte nicht mehr umgesetzt werden können, weil sie beispielsweise erst nach (mehr als) einer Dekade steigende positive Cash Flows erwirtschaften. Gegebenenfalls kommt auch ein unsicherer Rechtsrahmen beispielsweise bei Engagements im Ausland hinzu. Bestimmte Projekte können aus ihrer Natur heraus nur Renditen von vier bis sechs Prozent erwirtschaften. Trotzdem finden sich Investoren, die derartige Projekte finanzieren.¹⁹ Das Unternehmen muss sich fragen, wie viele Projekte dieser Art umgesetzt werden können, um die gegebenenfalls hohen Eignersprüche dauerhaft befriedigen zu können.
- Mit den prozessualen Integrationsbemühungen ist auch eine strategische Komponente zusätzlich zum Ergebnisbeitrag erforderlich, die durch die IR zu begutachten ist. Sie bedeutet auch, dass unter anderem sowohl technologische als auch produktindizierte und Personalaspekte einzubeziehen sind, die gegebenenfalls auch betriebsverfassungsrechtliche Mitbestimmungsrelevanz aufweisen.²⁰

6. Fazit

Das M&A-Umfeld und die Bemühungen des Unternehmens, die eingesetzten Mittel in renditestarke Projekte zu kanalisieren, ist ein breites und wichtiges Betätigungsfeld auch für die Interne Revision, möchte sie das Unternehmen vor Fehleinschätzungen und -entwicklungen schützen. Der zukünftige Geschäftsverlauf des zu erwerbenden Unternehmens kann nur schwer kalkuliert werden, sodass Ermessensspielräume bei der Betrachtung entstehen, die sich auch in den Kalkulationsschemata und den Best-/Worst-Case-Berechnungen widerspiegeln müssen. Geht man bei der Unternehmenswertermittlung zu niedrig heran, um dem eigenen Investorenschutz mehr Gewicht zu verleihen, kommt der Investor

möglicherweise nicht zum Zuge. Wird der Wert zu hoch angesetzt, erscheint am Ende das Erreichen der Mindestrenditeerwartung für dieses Projekt utopisch. Hier einen realistischen Blick zu entwickeln und sowohl den Verantwortlichen, die den Due-Diligence-Prozess durchführen, als auch dem Management als fachkundiger Berater zur Verfügung zu stehen, ist eine Herausforderung.

Literaturverzeichnis

- Ehrecke, T. R. (2007): Die Haftung wegen Abbruchs der Vertragsverhandlungen im grenzüberschreitenden Rechtsverkehr, Diss., Universität des Saarlandes.
- Jones, D. (2015): Warum investiert die Allianz in Windparks, Herr Jones?, <https://www.allianzdeutschland.de> (Stand: 07.02.2017).
- Kappler, U. (2004): Due Diligence und Bewertung von europäischen Portalen und virtuellen B2C-Marktplätzen, Diss. 2004, Nr. 2983, Universität St. Gallen.
- Krecek, T. (2001): Die Gewährleistung beim Unternehmenskauf nach deutschem und englischem Recht, Diss., Universität Köln.
- Lugert, F. (2010): Due Diligence Checkliste, http://www.franklugert.de/artikel/due_diligence_checkliste.pdf (Stand: 07.02.2017).
- Mayer, E. (2016): Compliance im M&A-Transaktionsgeschäft, In: Zeitschrift für Internationales Wirtschaftsrecht, 4/2016, S. 147–152.
- Nelson, C. R. (1976): Inflation and Capital Budgeting, *The Journal of Finance*, 31(3), 1976.
- Pike, R. (1996): A longitudinal Survey on Capital Budgeting Practices, *Journal of Business & Accounting*, 23(1), January 1996.
- Rödler, E. (2016): Prüfung des Risikomanagements in Unternehmen, PReV Revisionspraxis, Boorberg-Verlag.
- Rohde, W.-G. (2016): Lässt sich IDW S1 in der Bewertungspraxis vereinfachen? In: *Deutsches Steuerrecht*, 27/2016.
- Schilling, S. (2013): Auskauf von Minderheitsaktionären nach schweizerischem Kapitalmarktrecht – Eine empirische Analyse öffentlicher Übernahmeangebote, Diss., Universität Würzburg.
- Siebert, N. (2013): Herausforderung Post Merger Integration – Wie Integrationsrisiken den Transaktionserfolg gefährden, Hochschule Aalen.
- Snitkin, P. (2015): Due Diligence im Private Equity-Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen, Diss., Universität Passau.
- Steigertahl, R. (2013): Bewertungsverfahren von Online-Startups in der Seed- und der Startup-Phase, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin.
- Trendsearch: http://www.trendresearch.de/img/due_diligence_1.gif (Stand: 07.02.2017)
- Wedemeyer, P. (2007): Die Betriebszugehörigkeit im BetrVG, Diss., Universität Köln.
- Zirngibl, N. (2003): Die Due Diligence bei der GmbH und der Aktiengesellschaft, Diss., Universität München.

19 Vgl. z. B. Jones, D. (2015).

20 Vgl. auch Wedemeyer, P. (2007), S. 12 ff.