Isabella Taferner

Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

DIPLOMARBEIT

zur Erlangung des akademischen Grades

der Magistra der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

Studium Angewandte Betriebswirtschaft

Alpen-Adria-Universität Klagenfurt

Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

Institut für Finanzmanagement

Abteilung Betriebliche Finanzierung, Geld- und Kreditwesen

Begutachter: o.Univ.-Prof. Mag. Dr. Wolfgang Nadvornik

(Vorbegutachterin: Univ.-Ass. Mag. Dr. Sibylle Grechenig)

Institut: für Finanzmanagement

o.Univ.-Prof. Mag. Dr. Wolfgang Nadvornik

Dezember / 2009
Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende wissenschaftliche Arbeit selbstständig angefertigt und die mit ihr unmittelbar verbundenen Tätigkeiten selbst erbracht habe. Ich erkläre weiters, dass ich keine anderen als die angegebenen Hilfsmittel benutzt habe. Alle aus gedruckten, ungedruckten oder dem Internet im Wortlaut oder im wesentlichen Inhalt übernommenen Formulierungen und Konzepte sind gemäß den Regeln für wissenschaftliche Arbeiten zitiert und durch Fußnoten bzw. durch andere genaue Quellenangaben gekennzeichnet.

Die während des Arbeitsvorganges gewährte Unterstützung einschließlich signifikanter Betreuungshinweise ist vollständig angegeben.


Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

(Unterschrift)   (Ort, Datum)

Isabella Jaeger   11. 12. 2005
Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis ...........................................................................................................IV
Abkürzungsverzeichnis ........................................................................................................... V

1 Einleitung ........................................................................................................................1
  1.1 Problemstellung ...................................................................................................1
  1.2 Gang der Arbeit ...................................................................................................3
  1.3 Ziel der Arbeit ......................................................................................................4

2 Grundlagen des Börsenganges ......................................................................................5
  2.1 Der Begriff Börse .................................................................................................5
  2.2 Der Begriff Börsengang .......................................................................................6
  2.2.1 Motive für den Börsengang ............................................................................7
  2.2.2 Einwendungen gegen den Börsengang .......................................................11
  2.3 Die Durchführung eines Börsenganges .............................................................12
  2.4 Der Ablauf eines Börsenganges .......................................................................15

3 Due Diligence Prüfung .................................................................................................19
  3.1 Herkunft und Begriffsdefinition der Due Diligence ............................................19
  3.2 Philosophie der Due Diligence ............................................................................21
  3.3 Motive für die Durchführung der Due Diligence ..............................................21
  3.4 Abgrenzung der Due Diligence .........................................................................22
  3.5 Anlässe einer Due Diligence Prüfung .................................................................22
  3.6 Ziele und Funktionen einer Due Diligence .........................................................24
  3.7 Arten von Due Diligence ...................................................................................28
  3.7.1 Strategic Due Diligence ...............................................................................28
  3.7.2 Financial Due Diligence ..............................................................................29
  3.7.3 Tax Due Diligence .......................................................................................30
  3.7.4 Environmental Due Diligence ....................................................................31
  3.7.5 Legal Due Diligence ....................................................................................34
  3.7.6 Commercial und Market Due Diligence ....................................................35
  3.7.7 Human Resources Due Diligence ................................................................38
  3.7.8 Cultural Due Diligence ...............................................................................38
  3.7.9 Technical Due Diligence ...............................................................................41
3.7.10 IT Due Diligence .................................................................43

4 Prozess, Durchführung und organisatorischer Ablauf einer Due Diligence beim Börsengang .........................................................44
4.1 Prozess einer Due Diligence Prüfung ........................................44
4.2 Durchführung der Due Diligence ..............................................45
4.3 Organisatorischer Ablauf einer Due Diligence .........................49
4.4 Verwendung von Checklisten ...................................................53
4.5 Dauer einer Due Diligence .......................................................53
4.6 Kosten der Due Diligence .......................................................54

5 Die Rolle der Due Diligence Prüfung bei Börsengängen .......55
5.1 Die Besonderheiten der Due Diligence beim Börsengang ........55
5.2 Die Financial Due Diligence als Grundlage der Kursfindung ........56
5.3 Die Legal Due Diligence als Grundlage des Emissionsprospektes 62
5.4 Bedeutung und Funktion der Due Diligence beim Börsengang ..........67

6 Kritische Betrachtung und Grenzen einer Due Diligence ...........69

7 Resümee ..................................................................................71

Literaturverzeichnis .......................................................................75

Anhang 1: Teilbereiche und Struktur einer Due Diligence ..............84
Anhang 2: Checkliste Financial & Tax Due Diligence ....................85
Anhang 3: Checkliste Legal Due Diligence .....................................91
Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anzahl der IPOs in den letzten 12 Monaten .................................................................2
Abbildung 2: Handlungskonzept für die Börseneinführung ............................................................14
Abbildung 3: Der Ablauf eines Börsenganges ..............................................................................15
Abbildung 4: Anlässe einer Due Diligence ..................................................................................22
Abbildung 5: Ziele einer Due Diligence .......................................................................................26
Abbildung 6: Due Diligence zur Überwindung von Informationsasymmetrien .........................27
Abbildung 7: Untersuchungsgegenstände Commercial Due Diligence .....................................36
Abbildung 8: Untersuchungsprozess der Due Diligence ............................................................44
Abbildung 9: Vorbereitende Unterlagen für eine Due Diligence ................................................47
Abbildung 10: Untersuchungsfelder einer Due Diligence beim Börsengang .............................48
Abbildung 11: Organisatorischer Ablauf der Due Diligence ......................................................49
Abbildung 12: Financial Due Diligence ......................................................................................60
Abbildung 13: Untersuchungsgegenstände Financial Due Diligence .........................................61
Abbildung 14: Untersuchungsgegenstände Legal Due Diligence .............................................65
Abbildung 15: Aufbau der Checklisten .......................................................................................84
Abkürzungsverzeichnis

AK ................................................................. Anschaffungskosten
BG ................................................................. Börsengesetz
bzw. .............................................................. beziehungsweise
ca ................................................................. circa
DBW ............................................................. Die Betriebswirtschaft
DD ................................................................. Due Diligence
DL ................................................................. Dienstleistung
EBIT ............................................................ Earnings before Interest and Taxes
evtl. .............................................................. eventuell
F&E ............................................................. Forschung und Entwicklung
GewSt ........................................................... Gewerbesteuer
GuV ............................................................. Gewinn und Verlust
HK ................................................................. Herstellungskosten
HR ................................................................. Human Resource
IPO ............................................................... Initial Public Offering
IT ................................................................. Informationstechnologie
KMG ............................................................. Kapitalmarktgesetz
KSt ............................................................... Körperschaftsteuer
M&A ............................................................ Mergers & Acquisitions
o.ä. ............................................................... oder Ähnliches
p.a. ............................................................... per anno (pro Jahr)
ROI ............................................................. Return on Investment
u.ä. ............................................................... und Ähnliches
u.a. ............................................................. unter anderem
UGB ............................................................ Unternehmensgesetzbuch
US ............................................................... United States
USP .............................................................. Unique Selling Propositions
USt .............................................................. Umsatzsteuer
usw ............................................................. und so weiter
v.a. ............................................................... vor allem
vgl ............................................................... vergleiche
z.B ............................................................... zum Beispiel
1 Einleitung

1.1 Problemstellung


Am amerikanischen Börsenmarkt ist nun nach der Krise ein kleiner Aufwärtstrend zu verzeichnen. Es gibt wieder eine Vielzahl von Neuemissionen und die schwere IPO-Depression dürfte zumindest vorerst überwunden sein.

Mit jeder erfolgreich durchgeführten Emission und dem damit verbundenen Prozentpunktanstieg des Marktes nimmt die Attraktivität eines Börsenganges aus Sicht des potenziellen Emittenten zu und die Emittenten zeigen sich daher wieder vermehrt interessiert an einem Initial Public Offering.2

Auch weltweit ist ein Ansteigen der Zahl an Neuemissionen ersichtlich. Laut dem von dem Prüfungs- und Beratungsunternehmen Ernst & Young durchgeführten weltweiten IPO-Parameter haben im dritten Quartal dieses Jahres weltweit 149 Unternehmen den Schritt an die Börse gewagt und dabei 38 Mrd. Dollar eingesammelt. Das ist eine deutliche Steigerung im Vergleich zum zweiten Quartal, als bei 77 Börsengängen ein Emissionsvolumen von 10 Mrd. Dollar erzielt wurde.3

---

3 Vgl. o.V., VDI 2009, S. 11.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Abb. 1: Anzahl IPOs letzte 12 Monate*


Diese Situation verdeutlicht die Bedeutung und die Wichtigkeit einer Due Diligence bei der Börseneinführung, vor allem auch im Hinblick auf die Vermeidung solcher Fehleinschätzungen bei den zukünftigen Neuemissionen.

Auf Grundlage der gewonnenen Erkenntnisse einer Due Diligence kann das Unternehmen nämlich realistisch bewertet werden. Das ermöglicht den potentiellen Anlegern eine Einschätzung der zu erwartenden Risiken, welche mit einen Initial Public Offering Projekt verbunden sein können.

*) Stand: 1.9.2009

Die Anleger können sich außerdem sicher sein, dass der Gutachter bei der Durchführung der Due Diligence ganz unabhängig handelt. Er wird auf keine Interessen Rücksicht nehmen, da er nicht an einem Erfolg der Börseneinführung beteiligt ist und auch keine Vorteile daraus ziehen kann. Somit kann das Ergebnis der Prüfung dann als objektiv angesehen werden. Weiters trägt diese Unabhängigkeit des Gutachters dazu bei, dass die Interessen der zukünftigen Anleger, des Unternehmens und der Bank in Gleichklang gebracht werden können.⁴

1.2  Gang der Arbeit

Im einleitenden Teil der Arbeit werden die Problemstellung im Allgemeinen, der Gang der Arbeit und das Ziel der Arbeit erläutert.

Danach werden im zweiten Kapitel die Grundlagen des Börsenganges betrachtet. Es werden die Begriffe Börse und Börsengang erklärt. Weiters widmet sich dieses Kapitel den Vorteilen und Nachteilen eines Börsenganges, sowie der Durchführung eines Börsenganges.

Das dritte Kapitel beschäftigt sich mit der Due Diligence. Zunächst erfolgt eine Begriffsdefinition und Herkunftsbestimmung. Dann werden die Philosophie und die Motive zur Durchführung der Due Diligence dargestellt. Es folgen die Abgrenzung, die Anlässe, die Ziele und die Funktionen der Due Diligence. Anschließend werden die Arten der Due Diligence Prüfung vorgestellt. Hierbei werden die Strategic, Financial, Tax, Environmental, Market, Commercial, Human Resources, Cultural, Technical und die IT Due Diligence aufgearbeitet.


Der fünfte Teil beschäftigt sich mit der Rolle einer Due Diligence Prüfung bei Börsengängen. Es werden die Besonderheiten, die dabei zu beachten sind aufgezeigt. Die Financial und die

Legal Due Diligence sind hier bedeutend. Abschließend werden die Bedeutung und die Funktion der Due Diligence beim Börsengang betrachtet.

Die Arbeit wird im sechsten und siebten Kapitel mit einer kritischen Betrachtung, den Grenzen der Due Diligence und einer Zusammenfassung des Inhaltes abgeschlossen.

1.3 Ziel der Arbeit

Das Ziel dieser Arbeit ist es, zuerst die Thematik eines Börsenganges und einer Due Diligence Prüfung getrennt von einander darzustellen. Danach sollen die beiden Themen zusammengeführt werden, wobei die Rolle von Due Diligence Prüfungen bei Börsengängen zu untersuchen ist. Am Ende dieser Arbeit soll die Bedeutung der Sorgfaltsprüfung im Vorfeld eines Börsenganges verdeutlicht werden.
2 Grundlagen des Börsenganges

2.1 Der Begriff Börse


Für den Begriff Börse gibt es unterschiedliche Definitionen. So kann einerseits unter dem Wort Börse die Institution und die Organisation, die für die Abwicklung des Handels an der Börse benötigt werden, verstanden werden. Der Handel an der Börse wird mit austauschbaren Gütern (Wertpapiere, fungible Waren, Devisen usw.) unter der Beachtung von bestimmten Vorschriften betrieben.

Andererseits kann sich der Begriff aber auch auf den Markt oder die Marktsegmente, in denen der Handel stattfindet, beziehen.

Ebenfalls werden die Gebäude und die Plätze, die für den Börsenhandel zur Verfügung stehen, unter dem Begriff Börse zusammengefasst.6

Als allgemeine und umfassende Begriffsdefinition kann die Definition von Jungblutherrangezogen werden: „Die Börse ist ein organisierter Markt für den Kauf und den Verkauf von Wertpapieren, Devisen, Rohstoffen oder den Abschluss von Termingeschäften.“7

Das besondere Merkmal der Börse besteht in der freien Preisbildung, die von dem wechselnden Angebot und von der schwankenden Nachfrage beeinflusst wird.

Die Börse steht außerdem unter staatlicher Aufsicht. Für die Zulassung zum Börsenhandel bestehen sowohl für den Händler als auch für die angebotenen Waren strenge Zulassungsregeln.8

5 Vgl. Küffer [Der Gang eines Unternehmens an die Börse 1992], S. 1.
7 Jungbluth et al. [WISO 1998], S. 47.
8 Vgl. Thommen [Lexikon der Betriebswirtschaft 2004], S. 103.
Unterschieden werden:

1. **Effektenbörsen oder Wertpapierbörsen**: Diese sind die Börsen im engeren Sinn. Sie dienen dem Abschluss von Handelsgeschäften in Aktien und festverzinslichen Wertpapieren.

2. **Devisenbörsen**: Sie sind die zentralen Handelsorte für Devisen.


4. **Terminbörsen**: An diesen werden insbesondere Optionen und Futures (Finanzderivate) gehandelt werden.9


### 2.2 Der Begriff Börsengang

Der Börsengang wird im Englischen als **Initial Public Offering** oder **Going Public** bezeichnet.

Unter dem Begriff **Börsengang** ist der erstmalige Gang eines Unternehmens an die Börse zu verstehen.11 Dies bedeutet, dass das betreffende Unternehmen bisher rein privat war und die Anteile bis jetzt an keiner Börse gehandelt wurden.12

Bei dem Going Public werden nun Anteile am Unternehmen in Form von Aktien am Kapitalmarkt ausgegeben.13 Dies ermöglicht es den Anlegern sich am Eigenkapital des Unternehmens zu beteiligen.

---

10 Vgl. Jungblut [WISO 1998], S. 47.
Das wichtigste Merkmal eines Börsenganges ist die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes, also der Aktienbörse. So kann man nur von einem erfolgreichen Initial Public Offering sprechen, wenn das Unternehmen die Zulassung und die Notierung der Aktien an der Börse beantragt und auch erreicht hat.¹⁴

Eine weitere Charakteristik ist, dass zeitgleich mit dem erstmaligen öffentlichen Angebot Aktien zu erwerben, die angebotenen Aktien zum Börsenhandel zugelassen werden. Es kommen demnach zwei Elemente zusammen, nämlich die Börsenzulassung (Zulassung zum amtlichen oder geregelten Markt an einer inländischen Börse) samt anschließender Handelsaufnahme sowie die erstmalige Platzierung der Aktien bei einem breiten, anonymen Anlegerpublikum über ein öffentliches Angebot.¹⁵

**Laut Grupp sind die Kennzeichen eines Going Public zusammengefasst folgende:**

1. Die Eigenkapitalbeteiligung.
2. Die Öffnung des meist kleinen Eigentümerkreises für eine große Zahl anonymer Dritter.
3. Der Einsatz der Börse.
4. Die Erstmaligkeit der Inanspruchnahme der Börse.¹⁶

### 2.2.1 Motive für den Börsengang


---

¹⁶ Grupp [Börseneintritt 1995], S. 12.

Erhöhung des Bekanntheitsgrades: Ein Börsengang bringt oft eine Steigerung des Bekanntheitsgrades mit sich, da die Börsennotierung meistens in den Wirtschaftszeitungen veröffentlicht wird.19 Das Unternehmen hat außerdem die Chance durch eine aktive Kommunikationspolitik und der daraus erhöhten Bekanntheit, das Interesse der Wirtschafts- und der Finanzöffentlichkeit zu nutzen und ein positives Unternehmensimage aufzubauen.20


Ein weiterer Vorteil einer verbesserten Eigenkapitalausstattung besteht darin, dass das Unternehmen für Krisen weniger anfällig wird. Das Eigenkapital fängt bzw. gleicht eventuelle Verluste des Unternehmens auf bzw. aus und in der Zwischenzeit hat die Unternehmensleitung Zeit geeignete Gegenmaßnahmen zu ergreifen.22

19 Vgl. Küffer [Der Gang eines Unternehmens an die Börse 1992], S. 46.
20 Vgl. Luschin et al. [Der Gang an die Börse 2004], S. 2.
21 Vgl. Küffer [Der Gang eines Unternehmens an die Börse 1992], S. 42.
Weitere mögliche Gründe für einen und Vorteile eines Ganges an die Börse können sein:

**Mitarbeiterbeteiligung:** Die Rechtsform der börsennotierten Aktiengesellschaft ermöglicht es dem Unternehmen, seine Arbeiter, leitenden Angestellten und Vorstands- sowie Aufsichtsratsmitglieder durch Aktienoptionen zu beteiligen. Das Unternehmen erwartet sich dadurch eine erhöhte Motivation der Mitarbeiter aufgrund der größeren emotionalen Verbundenheit des Arbeitnehmers mit dem Unternehmen und der daraus wiederum resultierenden höheren Einsatzbereitschaft.

**Senkung der Kapitalkosten:** Wie vorhin erwähnt, ist es für ein Unternehmen möglich durch eine Börseneinführung und dem damit verbundenen Zugang zum Kapitalmarkt seine Eigenkapitalbasis dauerhaft zu erhöhen. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquote hat eine Senkung des Verschuldungsgrades und damit eine Verringerung der Fremdkapitalkosten zur Folge. Wenn nun die Kosten für das Eigenkapital geringer sind als jene für das Fremdkapital, so sinken die gesamten Finanzierungskosten des Unternehmens.

**Lösung drohender Nachfolgeprobleme:** Familienmitglieder können ihre in Aktien verkörperten Unternehmensanteile bei Erbschaftsaueinandersetzungen über die Börse leicht verkaufen oder auch zurückkaufen.

Das Aktiengesetz sieht eine Teilung in die Organe Aufsichtsrat, Vorstand und Hauptversammlung vor. Dadurch sind die Kompetenzen eindeutig abgegrenzt und der Einfluss der nicht im Unternehmen mitarbeitenden Gesellschafter wird auf die Beteiligung an der Hauptversammlung beschränkt. Dies macht es möglich, dass ein von außen kommendes Managementteam effizient arbeiten kann, während die Familienmitglieder Hauptaktionäre bleiben und so ihre dominierende Macht behalten. Sollte das Management Misswirtschaft betreiben so können die Hauptaktionäre nur mittelbar eingreifen, da der Publikumsaktionär seine Anteile lediglich verkaufen, selten aber in einer organisierten Opposition vorbeugende und korrigierende Maßnahmen treffen kann.

---

23 Aktienoptionen sind dadurch gekennzeichnet, dass Teile des Entgelts nicht in Geld, sondern erfolgsabhängig in Form von Aktien gewährt werden.

24 Vgl. Luschin et al. [Der Gang an die Börse 2004], S. 3.


26 Vgl. Fiala [Gründe für eine Börseneinführung 1999], S. 239.
Ein Familienunternehmen im Rahmen einer Nachfolgeregelung an die Börse zu führen ist somit kritisch zu betrachten. Die meisten Streuaktionäre sind nämlich gar nicht in der Lage und nicht interessiert daran, unternehmerischen Einfluss auszuüben. Ihre Interessen sind vielmehr auf die Rendite und den Wertzuwachs der Aktie gerichtet. Außerdem sollten die Alteigentümer demonstrativ und nach außen sichtbar das unternehmerische Sagen behalten. Somit ist für den Fall, dass sie sich unternehmerisch zurückziehen wollen, die Börseneinführung nicht unbedingt das richtige Konzept.27

**Vermeidung von Abhängigkeiten:** Durch einen Gang an die Börse lässt sich die Abhängigkeit von einigen großen Investoren vermeiden, da die Finanzierung des Unternehmens durch viele kleine Investoren erfolgen kann.

**Innerbetriebliche Auswirkung:** Damit ein Unternehmen einen IPO durchführen kann, muss sehr viel vorbereitet werden, was wiederum zu einer innerbetrieblichen Auswirkung führen kann. Die Auswirkung besteht vor allem in einer gesteigerten Aktivität im Unternehmen, verursacht durch eine vermehrte Beschäftigung des Managements mit der Organisation des Unternehmens sowie mit der Unternehmensphilosophie und -kultur. Dadurch kann zusätzlich die Entwicklung des Unternehmens gefördert werden.

**Weiters** können die Risikoteilung, die Privatisierung, die höhere Attraktivität/Exitmöglichkeit für Beteiligungsunternehmen und der schnelle und einfache Verkauf von Unternehmensanteilen Motive für einen Börsengang darstellen.28

---


28 Vgl. Edelmann [Going Public 2003], S. 10f und Luschin et al. [Der Gang an die Börse 2004], S. 3.
2.2.2 Einwendungen gegen den Börsengang

Ein Börsengang kann auch Nachteile mit sich bringen, die unter anderem folgende wären:

Verlust an Einfluss: Beim Gang an die Börse werden Anteile am Unternehmen an neue Gesellschafter abgegeben.\(^29\) Dies bedeutet, dass gewisse Mitspracherechte an externe Dritte eingeraumt werden müssen. Damit verbunden ist dann der Verlust von Einflussmöglichkeiten und von Flexibilität bei unternehmerischen Entscheidungen.\(^30\)

Verpflichtung zur Publizität: Börsennotierte Unternehmen sind auf Grund der gesetzlich vorgeschriebenen Informationsvorschriften zur Publizität verpflichtet\(^31\) und müssen somit einige Informationspflichten wahren. Dies dient vor allem dem Schutz der Kapitalanleger, da diese den Informationen über das Unternehmen vertrauen müssen. Die Kapitalanleger benötigen diese Informationen um die Chancen und die Risiken einer Beteiligung einschätzen zu können.\(^32\)

Die Einhaltung dieser Informationspflichten verursacht jedoch Kosten. Als weiterer negativer Aspekt der Publizität könnte die Bekanntgabe auch von negativen Entwicklungen des Unternehmens angeführt werden. Eine solche negative Entwicklung führt in vielen Fällen zu einem Kursrückgang.\(^33\)

Kosten der Börseneinführung: Ein Börsengang verursacht Kosten. Zu unterscheiden sind hierbei einmalige Kosten, die direkt mit dem Börsengang zusammenhängen und laufende Kosten, welche auf die Börsennotierung zurückzuführen sind. Im Durchschnitt betragen die Kosten ca. fünf bis acht Prozent des Emissionsvolumens.\(^34\)

Zu erwähnen ist hierbei, dass ein Börsengang nur dann Sinn macht und durchgeführt werden sollte, wenn der Nutzen größer ist als die Kosten und somit die wirtschaftlichen Vorteile die Kosten des Börsenganges überwiegen.\(^35\)

\(^{29}\) Vgl. Edelmann [Going Public 2003], S. 8.
\(^{32}\) Vgl. Koch/Wegmann [Börseneinführung 2000], S. 17.
\(^{34}\) Vgl. Rödl/Zinser [Going Public 2000], S. 100.
\(^{35}\) Vgl. Luschin et al. [Der Gang an die Börse 2004], S. 8.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Fremdeinfluss und Verlust der Unternehmenskontrolle: Wenn ein Unternehmen an die Börse geht, so öffnet es sich für neue Gesellschafter. Auf diese Weise werden der Einfluss und die Position der Alt-Gesellschafter dann geschwächt.

Einschränkung der Entscheidungsfreiheit und Unabhängigkeit: In einem Unternehmen, dass nicht an der Börse ist, können Entscheidungen kurzfristig oder auch spontan getroffen werden. Bei einem börsennotierten Unternehmen ist dies nicht möglich, da die rechtlichen Rahmenbedingungen eingehalten werden müssen.36

Weitere Nachteile können die Verringerung der Beteiligungsquote der Altgesellschafter, der Rechtfertigungzwang vor Mitaktionären, das Risiko einer unfreundlichen Übernahme und das Risiko, dass die Altaktionärsvorstände möglicherweise von einem fremd besetzten Aufsichtsrat als Vorstände abberufen werden, sein.37

2.3 Die Durchführung eines Börsenganges


Weiters ist die Börseneinführung eines Unternehmens ein komplexer Vorgang und das Gelingen ist von vielen Faktoren abhängig. Es gibt einige Schlüsselfaktoren, welche für einen Erfolg des IPO bedeutend sind: Das Unternehmen, das an die Börse will benötigt vor allem einen überzeugenden Investitionsanreiz, ein starkes Bankenkonsortium, ein optimales Emissi-

onskonzept, eine marktgerechte Preisfestlegung, eine klare Kommunikationsstrategie und ein effizientes Projektmanagement.

Das betreffende Unternehmen sollte eine Börsenreife aufweisen, um für die potenziellen Anleger attraktiv zu erscheinen, welche von der Werthaltigkeit der angebotenen Aktien überzeugt werden sollen. Hierfür werden die relevanten Unternehmenskennzahlen bekanntgegeben und die mit der Geschäftstätigkeit des Unternehmens verbundenen Chancen und Risiken dargestellt. Die dazu benötigten Daten werden im Rahmen der Due Diligence ermittelt.41

Ein Initial Public Offering ist mit Veränderungen der wirtschaftlichen und der rechtlichen Rahmenbedingungen verbunden. Diese haben einen Einfluss sowohl auf das Unternehmen als auch auf die Gesellschafter.42

Aus der nachfolgenden Abbildung 2 wird ersichtlich, dass das **Handlungskonzept einer Börseneinführung grob in drei Phasen eingeteilt** werden kann. Als erstes wird eine **Entscheidungsphase** durchlaufen, an deren Ende die **Grundsatzentscheidung** getroffen wird. Diese kann entweder eine Entscheidung für oder gegen die Börseneinführung sein. Anschließend geht es in der **Konzeptionsphase** um die inhaltliche Gestaltung. Mit dem ersten Listing an der Börse endet der Prozess der Börseneinführung noch nicht, sondern schließt vielmehr das „Leben als börsennotierte Gesellschaft“ mit ein. Dieser Abschnitt wird dann als **Börsenphase** bezeichnet.43

41 Vgl. Picot [Due Diligence beim IPO 2001], S. 145.
43 Vgl. Kramer [Börseneinführung 2000], S. 156.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Unternehmensanalyse
  Unternehmensziele
  Zielsystem
  Situationsanalyse
  Ermittlung der Alternativen
  Bewertung der Konsequenzen
  Grundsatzentscheidung
  Festlegung der Prioritäten

Eigentümeranalyse
  Eigentümerziele

ENTSCHEIDUNGSPHASE

Grundsatzentscheidung

KONZEPTIONSPHASE

Umwandlungskonzept
Gesellschaftsrechtliche Aspekte
Steuerrechtliche Aspekte
Umwandlungsrechtliche Aspekte

Emissionskonzept
Emissionsberatung
Emissionskonsortium
Börsenplatz/-segment
Emissionsvolumen

Preisfestlegung
Aktiengattung
Emissionskosten
Mitarbeiterbeteiligung

BÖRSENSPHASE

Platzierungskonzept
Aktienmarketing
Zielgruppe
Platzierungsverfahren
Zuteilung

Abbildung 2: Handlungskonzept für die Börseneinführung

Quelle: Kramer [Börseneinführung 2000], S. 155 (leicht modifiziert).
2.4 Der Ablauf eines Börsenganges

Abbildung 3: Der Ablauf eines Börsenganges

Quelle: Untergrabner/Ehrenhöfer [Strategische Finanzierung2004], S. 218 (leicht modifiziert).
In Bezug auf die Aufgaben lassen sich sechs Phasen im Rahmen eines Börsenganges definieren:

1. Firmeninterne Vorbereitung
2. Konkrete Vorbereitung auf den Börsengang
3. Marketingphase
4. Preisfestlegungsphase
5. Zeichnung und Zuteilungsphase
6. Post-IPO-Management

Die Maßnahmen der firmeninternen Vorbereitung müssen bis zum Beginn des Projektes Börseneinführung abgeschlossen sein. In dieser Phase kommt es zu einer Grobprüfung der Börsenreife sowie der Grundsatzbeschlussfassung über den Börsengang mit den damit verbundenen Folgen einerseits und über die geplanten Kapitalmaßnahmen andererseits.

Weiters werden nachdem die Grundsatzentscheidung für einen Börsengang getroffen wurde und die wesentlichen Emissionsziele definiert sind, die Banken eingeladen ihre Ideen und Emissionskonzepte zu präsentieren (Beauty Contest). Anhand der präsentierten Ideen und Emissionskonzepte wird die begleitende Bank für den Börsengang ausgewählt. Diese trägt die Gesamtverantwortung und das Risiko für den Erfolg der Platzierung.

Danach erfolgen die Bildung eines Projektteams, die Erstellung der Projektmanagementunterlagen und die Initiierung des Umwandlungsprozesses in eine Aktiengesellschaft.

Die eigentliche Vorbereitungsphase auf den Börsengang beginnt mit der Auswahl des Lead Managers (das ist die Bank, die die Emission begleitet) und der Kontaktaufnahme mit denjenigen Börsen, an denen die Emission durchgeführt werden soll. Eine frühzeitige Kontaktaufnahme ist von Vorteil, da so die Erfordernisse in Erfahrung gebracht werden können. Gleich-

---

44 Die Kriterien für eine Börsenreife werden im Kapitel 5.4 dargestellt.
45 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 322ff und Untergrabner/Ehrenhöfer [Strategische Finanzierung2004], S. 218.
46 Vgl. Wiesmann et al. [Ablauf eines IPO 2001], S. 44 – 45.
zeitig kann der spätere Zulassungsprozess beschleunigt werden, auf Grund des bis dahin besseren Informationsstandes des Unternehmens.

Als Kernaufgaben dieser Phase\(^ {47}\) bzw. als Vorbereitung der Platzierung sind die Durchführung der **Due Diligence** anzusehen.

Im Due Diligence Prozess werden alle für den Börsengang relevanten Aspekte analysiert, um einen Einblick in das Unternehmen zu bekommen. Dieser Einblick ist vor allem für die Berater im Hinblick auf die Sorgfaltpflicht gegenüber den Anlegern von Bedeutung. So haften zum Beispiel alle Due Diligence Prozessbeteiligte für die Inhalte des Emissionsprospektes. Die mit den Haftungsregelungen verbundenen Risiken sollen durch die Due Diligence minimiert werden.

Die Ergebnisse der Due Diligence müssen die Börsenreife des Unternehmens bestätigen. Wenn dies nicht der Fall ist, so kann sich der IPO-Prozess zeitlich nach hinten verschieben. Sollten gar schwerwiegende Mängel auftreten, so wird der Börsengang nicht durchgeführt.\(^ {48}\)


In der **Marketingphase** werden alle Vertragsparteien, die am Börsengang beteiligt sind, umfassend informiert. Zu den Vertragsparteien gehören unter anderem die Analysten der Investmentbanken, die Investoren, die Journalisten und die Allgemeinheit. Diese Personen im Rahmen von Pressekonferenzen, Journalisten- und Analystenmeetings und der Durchführung von Einzelgesprächen mit Investoren informiert, wobei die Investoren je nach **Preisfestlegungsprozess** mehr oder weniger stark miteingebunden sind.\(^ {49}\)

\(^ {47}\) Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 324.

\(^ {48}\) Vgl. Wiesmann et al. [Ablauf eines IPO 2001], S. 46 – 47.

\(^ {49}\) Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 324.

Bei der Preisfestlegung wird versucht, darauf zu achten, dass der Emissionserlös maximiert, die höchste Qualität der Investoren sichergestellt und eine zufrieden stellende Nachfrage im Sekundärmarkt erreicht wird.\textsuperscript{50}

Die Festsetzung des Preises, auch Pricing genannt, stellt einen der zentralen Meilensteine bei einem Going Public dar, da der Emittent mit dem Platzierungspreis in der Lage ist die Eigenkapitalkosten festzulegen, die Investmentbank dadurch das übernommene Risiko abschätzen kann und die potenziellen Anleger ihre Anschaffungskosten, welche zugleich den Ausgangspunkt für künftige Renditerechnungen bilden, ermitteln können.\textsuperscript{51}

Nach der Preisbekanntgabe erfolgen in der \textit{Zeichnungsphase} das öffentliche Angebot sowie die endgültige Zuteilung der Aktienpakete an unterschiedliche Investoren.

Mit der ersten Börsennotiz ist der größte Meilenstein des Projektes „IPO“ erreicht, aber noch nicht abgeschlossen.

Das professionelle \textit{Post-IPO-Management} ist wichtig um zukünftig die Börse für weitere Kapitalerhöhungen nutzen zu können. Im Rahmen des Post-IPO-Managements erfolgt die aktuelle Berichterstattungen über das Unternehmen durch die Verfassung von Unternehmensanalysen und Research Reports.\textsuperscript{52}

\textsuperscript{50} Vgl. Wiesmann et al. [Ablauf eines IPO 2001], S. 48 und 56.


\textsuperscript{52} Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 324.
3 Due Diligence Prüfung

3.1 Herkunft und Begriffsdefinition der Due Diligence

Due Diligence bedeutet übersetzt im Rahmen einer Unternehmensakquisition Kreditfähigkeitsprüfung und im Rahmen einer Börseneinführung erforderliche bzw. angemessene oder gebührende Sorgfalt.\(^53\)

Der Begriff kommt aus dem US-amerikanischen Kapitalmarkt- und Anlageschutzrecht (Securities Laws). Dort betraf er ursprünglich die gesetzliche Haftung von Wirtschaftsprüfern, Rechtsanwälten, Emissionsbanken und anderen Experten, die beim Handel von Wertpapieren beteiligt waren.\(^54\)

Mit der Weiterentwicklung der Securities Laws im Securities Exchange Act von 1934 veränderte sich auch das Konzept der Due Diligence. Heute wird daher die Due Diligence als vorbeugende Maßnahme zur Erkennung und Begrenzung von Risiken angesehen.\(^55\)

Ganz allgemein kann unter einer Due Diligence die detaillierte und systematische Analyse von qualitativen und quantitativen Informationen und Daten einer Gesellschaft verstanden werden. Das Ziel dabei ist es, sich ein aussagefähiges, ganzheitliches Bild des Unternehmens zu machen.\(^56\)

In der Praxis wird unter dem Begriff Due Diligence vor allem die Phase des Informationsaustausches und die Überprüfung der Grundlagen für einen Börsengang oder einen Unternehmenskauf verstanden. Durch diese Überprüfung sollen die Chancen und Risiken, die sich auf wirtschaftlicher, steuerlicher und juristischer Ebene ergeben können, aufgezeigt werden. Gleichzeitig erleichtert die Due Diligence, die eine Analyse des Unternehmens, seiner Struktur und der Fähigkeiten seiner Mitarbeiter sowie seiner Marktstellung darstellt, die Entscheidungsfindung für den Käufer bzw. den Anleger.\(^57\)


\(^{55}\) Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 224.

\(^{56}\) Vgl. Koch/Wegmann [Praktikerhandbuch Due Diligence 2002], S. 3.

\(^{57}\) Vgl. Gerke [Börsenlexikon 2002], S. 245.
Berens und Brauner haben folgende Merkmale einer Due Diligence aus den verschiedenen Begriffsbestimmungen herausgearbeitet:


2. Die Due Diligence umfasst Aktivitäten der Informationsbeschaffung und -aufbereitung zur Erhöhung der Qualität von Entscheidungen durch Chancen- und Risikoerkennung auf betriebswirtschaftlicher und juristischer Ebene sowie durch Genauigkeit in der Wertfeststellung als Folge eines verbesserter Informationszustandes.


Die Analyseschwerpunkte einer Due Diligence betreffen zunächst die allgemeine ökonomische Lage und die Situation der Branche, in der das Unternehmen tätig ist. Bei der internen Unternehmensanalyse werden technische, organisatorische, umweltrelevante, psychologische, rechtliche und steuerrechtliche sowie finanzielle Schwerpunkte geprüft.

In der Praxis werden manchmal nicht alle Schwerpunkte einer Prüfung unterzogen. Eine solche Due Diligence wird dann als Teil-Bereichs-Due Diligence (Limited Scope Due Diligence) bezeichnet. Werden hingegen alle Schwerpunkte berücksichtigt, spricht man von einer Voll-Bereichs-Due Diligence (Full Scope Due Diligence).  

---

58 Berens/Strauch [Herkunft Due Diligence 2005], S. 12.
3.2  Philosophie der Due Diligence

Es gibt keine Grundregeln, welche bei jeder Due Diligence gelten, da jedes Untersuchungsobjekt bzw. jeder Fall anders ist. Was bei dem einen Unternehmen sehr wichtig ist, kann bei dem Anderen völlig unerheblich sein. Daher ist es wichtig, im Klaren darüber zu sein, was mit der Due Diligence bezweckt werden soll.

Dennoch ist es erforderlich, zunächst eine ganzheitliche Betrachtung des Zielobjektes vorzunehmen und alle Aspekte der Analyse, wie Markt, Wettbewerb, Technik etc. gleichwertig zu behandeln. Danach können einige Analyseschwerpunkte genauer betrachtet werden, um die Kernfaktoren des Unternehmens für Erfolg und Misserfolg zu ermitteln.60

Eine Due Diligence ist jedoch keine Jahresabschlussprüfung und keine abschließende Unternehmensbewertung. Sie ist als Entscheidungsgrundlage für oder gegen einen Börsengang zu sehen, da zum Beispiel erste Erkenntnisse über den erreichten Grad der Börsenfähigkeit eines Börsenkandidaten aufgezeigt werden.61

3.3  Motive für die Durchführung der Due Diligence

Die Motive für die Durchführung einer Due Diligence sind:

• die erhöhte Transparenz über die Unternehmensstrukturen
• die Minimierung des Risikos bei gleichzeitiger Erhöhung der Sicherheit
• das Aufdecken von Stärken, Schwächen und Potenzialen sowie von exogenen und endogenen Risiken
• die Erarbeitung einer Entscheidungsgrundlage (Emissionsprospekt) für die Investoren über die grundsätzliche Sinnhaftigkeit eines Engagements sowie die Höhe einer Beteiligungs-62

60 Vgl. Koch/Wegmann [Praktikerhandbuch Due Diligence 2002], S. 5.
61 Vgl. Zacharias [Börseneinführung 2000], S. 250.
62 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 255.
3.4 Abgrenzung der Due Diligence

Eine Due Diligence unterscheidet sich beispielsweise von einer Jahresabschlussprüfung dahingehend, dass letztere nur vergangenheitsorientiert und stichtagsbezogen ist. Eine Sorgfaltsprüfung geht aber darüber hinaus und beschäftigt sich vorwiegend mit der Erfassung künftiger Risiken und Chancen.

Weiters wird bei einer Due Diligence nicht nur ein Teilbereich des Unternehmens untersucht, sondern auch der finanzielle, wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche und umwelthaftungsrechtliche Bereich geprüft. Ebenfalls werden organisatorische Aspekte wie Buchführungs-, Berichts- und Planungssysteme einer Analyse unterzogen.\(^{63}\)

3.5 Anlässe einer Due Diligence Prüfung

Grundsätzlich kann man bei den Anlässen einer Due Diligence grob zwischen zwei wesentlichen Anlässen unterscheiden:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Due Diligence auf Grund gesetzlicher Bestimmungen</th>
<th>Due Diligence auf freiwilliger Basis</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Ausscheiden eines Gesellschafters</td>
<td>Börsengang</td>
</tr>
<tr>
<td>Zahlung von Abfindungssummen</td>
<td>Eigenkapitalaufnahme bei Banken</td>
</tr>
<tr>
<td>Fusionen oder Umwandlungen</td>
<td>Management-Buy-Out</td>
</tr>
<tr>
<td>Steuerliche Erhebungen</td>
<td>Sanierung</td>
</tr>
<tr>
<td>Erbstreitigkeiten, Kapitalentnahmen oder Scheidungsverfahren führen zu Ausgleichszahlungen</td>
<td>Privatisierung der öffentlichen Hand</td>
</tr>
<tr>
<td>Enteignungen von Privateigentum</td>
<td>Kauf/Verkauf eines gesamten Unternehmens</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Quelle: Scott [Due Diligence 2001], S. 16.

Abbildung 4: Anlässe einer Due Diligence

\(^{63}\) Vgl. Kay-Schanz [Rechts des Börsenganges 2000], S. 239.
Die wichtigsten vier Anlassfälle sind folgende:

- der Einstieg eines Risikokapitalgebers
- der Gang an die Börse, vor allem im Rahmen eines IPO
- der Verkauf von Firmenanteilen durch den Risikokapitalgeber bzw. die Unternehmensgründer an einen strategischen Investor, meist ein Unternehmen aus der gleichen Branche, im Rahmen eines Trade Sale
- die Fusion bzw. der Aufkauf eines Unternehmens im Rahmen einer M&A-Transaktion.

Die Inhalte einer Due Diligence sind bei diesen vier genannten Anlassfällen fast identisch, dennoch unterscheiden sich die relative Bedeutung einzelner Aspekte, die Intensität der Durchführung sowie die damit verbundenen Abwicklungseigenheiten und Probleme je nach Fall.  

Am Häufigsten wird eine Due Diligence Prüfung vor einem Börsengang oder vor einem Unternehmensverkauf durchgeführt. Das betreffende Unternehmen wird genauestens untersucht um die Chancen und Risiken in Form einer Stärken/Schwächen-Analyse herausfinden zu können. 

Für diese Arbeit ist vor allem die Due Diligence Prüfung aus Anlass eines Börsenganges relevant. Nähere Erläuterungen und die Beschreibung der Rolle der Due Diligence bei einer Börseneinführung folgen in den Kapiteln 4 und 5.

Bei einer **Due Diligence vor einem Börsengang** überprüft die konsortialführende Bank die Ausschüttungsfähigkeit des Unternehmens, indem das Chancen- und Risikopotential analysiert wird. Die Schwerpunkte der Sorgfaltsprüfung dienen der Festsetzung des Emissionspreises und liegen in einer ausführlichen Auswertung der Planungsrechnung und in der Markt- und Wettbewerbsprüfung.  

---

64 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 254.
66 Vgl. Scott [Due Diligence 2001], S. 15 – 16.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Die Sorgfaltsprüfung ist aber auch bedeutend für das Image der Bank bei Folgeemissionen und im Bezug auf die Prospetthaftung.

In Österreich besteht eine so genannte Prospektspflicht nach § 2 KMG. Dieses Gesetz sieht vor, dass ein erstmaliges öffentliches Angebot von Wertpapieren oder Veranlagungen nur erfolgen darf, wenn ein kontrollierter Prospekt veröffentlicht wird.


3.6 Ziele und Funktionen einer Due Diligence

Die Ziele einer Due Diligence:

Das vorrangige Ziel einer Due Diligence ist es, die vorhandene Unvollkommenheit der Informationen zu minimieren. Der Grund für diese Unvollkommenheit liegt zum einen in der grundsätzlichen Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens und dessen Umfeldes und zum anderem in der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen dem Unternehmenseigentümer und dem Erwerber bzw. Anleger.


67 Vgl. Ehlers/Jurcher [Der Börsengang 1999], S. 16f.
69 Vgl. Bauer/Von Steinau-Steinrück [Arbeitsrechtliche Due Diligence 2002], S. 475.
70 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 254.
71 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 255f.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen


Durch die Due Diligence erhält nicht nur der potenzielle Investor mehr Informationen über das Unternehmen, sondern auch das Management gewinnt Aufschluss über eigene Stärken und Schwächen sowie die Plausibilität der eigenen Planungsprämisse.

Gleichzeitig hilft eine externe Sichtweise eine einseitige und betriebsblinde Betrachtung der Abläufe und der Marktchancen zu vermeiden. Des Weiteren ermöglicht eine externe Sichtweise die Aufdeckung von eventuell vorhandenen Widersprüchen bezüglich der Aussagen der Unternehmensplanung oder der Risikoanalyse.\footnote{Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 256f.}

Die weiteren Ziele einer Due Diligence lassen sich wie folgt definieren:

- Gewinnung möglichst umfangreicher und genauer Informationen über das Zielobjekt
- Feststellung der Risiken und Schwachstellen des Zielobjektes, um daraus mögliche vom Besitzer zu fordernde Garantien und Gewährleistungen bestimmen zu können
- Informationen für die Vertragsgestaltung erhalten.\footnote{Vgl. Wirtz [M & A Management 2003], S. 186.}
Zusammenfassend sind die Ziele in nachfolgender Abbildung angeführt:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Ziele einer Due Diligence auf Ebene der Informationen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>• Beschaffung</td>
</tr>
<tr>
<td>• Verifizierung</td>
</tr>
<tr>
<td>• Analyse</td>
</tr>
<tr>
<td>• Aufbereitung</td>
</tr>
<tr>
<td>• Dokumentation von Informationen</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Ziele einer Due Diligence auf Ebene des Unternehmens</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>• Beseitigung von Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien</td>
</tr>
<tr>
<td>• Schutz vor der späteren Inanspruchnahme aus Garantien und Gewährleistungen</td>
</tr>
<tr>
<td>• Ermittlung von bislang unberücksichtigten Einflussfaktoren auf die Höhe des Unternehmenswertes</td>
</tr>
<tr>
<td>• Aufdeckung von Risiko- und Gefahrenfeldern, die möglicherweise zu Dealbrektern werden können</td>
</tr>
<tr>
<td>• Gewinnung von Aussagen über die zukünftige Unternehmensstrategie</td>
</tr>
<tr>
<td>• Aufdeckung etwaiger Inkonsistenzen bzw. betriebsblind Sichtweisen bei der Planung der zukünftigen Entwicklung</td>
</tr>
<tr>
<td>• Analyse der vorgelegten Finanzprognosen auf ihre Plausibilität für die Zukunft</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Quelle: Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 258.

Abbildung 5: Ziele einer Due Diligence

Die Funktionen einer Due Diligence:

Die Funktionen einer Due Diligence sind sehr vielfältig. Die wesentlichste Funktion einer Due Diligence liegt aber in der Beschaffung und Dokumentation von Informationen, die das Zielobjekt betreffen. Dadurch lassen sich etwaige vorhandene Informationsasymmetrien ausgleichen, welche meistens auf Seiten des Anlegers bzw. Erwerbers vorherrschen. Für den
Interessierten ist dieser Ausgleich wichtig, da er seine Entscheidung zum Kauf bzw. zur Beteiligung auf die Unternehmensinformationen aufbaut und sie davon abhängig macht.\footnote{Vgl. Bauer/Von Steinau-Steinrück [Arbeitsrechtliche Due Diligence 2002], S. 475.}

Die folgende Abbildung spiegelt dieses Kernproblem der Due Diligence wieder:

Abbildung 6: Due Diligence zur Überwindung von Informationsasymmetrien

Weiters umfasst die Due Diligence folgende Funktionen: Ermittlung bzw. Analyse von potenziellen Risiken und Chancen, Erarbeitung von Grundlagen für die Wertermittlung und die Beweissicherung.\footnote{Vgl. Gintenreiter [Anlässe Due Diligence 2002], S. 11.}

Eine Offenlegung von Informationen ist hinsichtlich der Gewährleistung bedeutend, da diese durch die Bekanntgabe aller Unternehmensinformationen, einschließlich der negativen Tatsachen, beschränkt werden kann.

Dadurch dass die Informationen im Vertrag genuaestens festgehalten werden, dient die Offenlegung somit auch der \textit{Beweissicherung}.

\footnote{Vgl. Gintenreiter [Zweck Due Diligence 2002], S. 12 – 13.}
Durch eine Bekanntgabe der Informationen ist es dem Erwerber bzw. dem Beteiligungsinteressierten möglich die **Risiken und Chancen** des Unternehmens **aufzudecken und einzuschätzen**. Die Beurteilung des Erwerbers bzw. des Beteiligungsinteressierten hat dann einen wesentlichen Einfluss auf den **Kaufpreis** für das Unternehmen bzw. auf den Emissionspreis, so wird sich z.B. der Kaufpreis bei aufgedeckten Risiken reduzieren.\(^7\)

### 3.7 Arten von Due Diligence

Die Arten bzw. die Gegenstände der Due Diligence sind vielfältig und unterschiedlich. Am häufigsten angewandt wird die finanzielle, wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Überprüfung des Börsenkandidaten.\(^7\)

Wird eine Due Diligence vor einem Börsengang durchgeführt so umfasst sie im Normalfall mindestens die Commercial, die Financial und die Legal Due Diligence.\(^7\)

Für die Darstellung der Teilbereiche und der Struktur einer Due Diligence vergleiche die Abbildung 15 im Anhang.

#### 3.7.1 Strategic Due Diligence

Mit Hilfe der **Strategic (strategischen) Due Diligence** soll die Strategie des Zielunternehmens hinsichtlich der Erreichbarkeit ihrer Ziele überprüft werden.


---

\(^7\) Vgl. Berens et al. [Due Diligence 2005], S. 77 – 78.


\(^9\) Vgl. Maute [Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001], S. 360.

\(^8\) Vgl. Brauner/Grillo [Strategic Due Diligence 2005], S. 357.

### Zu den wichtigsten Prüfungen im Strategieberreich gehören:

- Benchmark-Analyse der Stärken und Schwächen des emittierenden Unternehmens für die wesentlichen Erfolgsfaktoren
- Prüfung der Strategischen Planung des Börsenkandidaten insbesondere hinsichtlich ihrer Plausibilität
- Ermittlung des Grades der Übereinstimmung zwischen den Zielkriterien der Interessenten und den Charakteristiken des emittierenden Unternehmens
- Portfolio-Darstellung des Unternehmens nach dem Börsengang unter Ansatz verschiedener Szenarien.\footnote{Vgl. Vogel [M & A 2002], S. 164 f.}

Das wesentliche Ziel der Strategic Due Diligence besteht in der Beschaffung von Informationen bezüglich Planungen, Prämissen und Prognosen, welche zur Preisfindung benötigt werden.\footnote{Vgl. Brauner/Grillo [Strategic Due Diligence 2005], S. 357.}

### 3.7.2 Financial Due Diligence

Weiters werden im Rahmen der Prüfung die nachhaltigen Gewinne und Cashflows der letzten Geschäftsjahre des Unternehmens ermittelt.84

Genauere Ausführungen zur Financial Due Diligence folgen im Kapitel 5.2.

3.7.3 Tax Due Diligence

Gegenstand der Tax (steuerliche) Due Diligence ist die Untersuchung der vergangenen Wirtschaftsjahre und der steuerlichen Tatbestände, die darin stattgefunden haben.85 Es werden dazu die Betriebsprüfungsberichte und die noch nicht abgeschlossenen Verfahren (schwebende Einsprüche, Revisionen usw.) betrachtet.86


Die steuerliche Due Diligence beschäftigt sich aber auch mit den Ausgestaltungsformen des Unternehmensaufbaus und versucht zu klären, ob die vorhandenen Zielsetzungen in der steueroptimalen Konzeption erreicht werden.87

Als wesentliche Bestandteile einer steuerlichen Due Diligence können folgende Themenbereiche genannt werden:


Analyse der Steuerrückstellungen: Die bestehenden Steuerrückstellungen werden dahingehend analysiert, ob sie für die zu erwartenden Steuerzahlungen in ausreichender Höhe vorhanden sind.88

84 Vgl. Berens et al. [Planung und Durchführung 2005], S. 145.
85 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 269
86 Vgl. Kecker [Steuerliche Due Diligence 2001], S. 93.
87 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 269.
Übersicht über die steuerlichen Risiken: Das Kernstück der Tax Due Diligence bildet das Aufdecken von steuerlichen Risiken und Schwachstellen (Steuernachzahlungen), für die keine Rückstellungen gebildet worden sind.

Dies kann durch die Analyse der Daten (Betriebsprüfungsberichte, schwebende Verfahren etc.) erreicht werden. Solche Steuerrisiken können nämlich zu Verpflichtungen gegenüber dem Finanzamt führen, was wiederum zur Folge hätte, dass die zukünftigen Erträge des Unternehmens geschmälert werden würden. Durch eine Verminderung der Erträge würden dem Zielobjekt dann wichtige finanzielle Mittel für z.B. eine Sanierung fehlen. Aus diesem Grund ist es daher wichtig das Risiko richtig einzuschätzen.


Der zweite zentrale Punkt der Prüfung konzentriert sich auf die Erfüllung der Dokumentationsvoraussetzungen, um die Steuervorteile nutzen zu können.

3.7.4 Environmental Due Diligence

Die Environmental (Umwelt) Due Diligence wird immer bedeutender, da auch der Umweltschutz und das Umweltbewusstsein an Bedeutung gewinnen. So können Umweltbelastungen für das verursachende Unternehmen eine erhebliche finanzielle Belastung, aber auch einen enormen Imageverlust bedeuten.

---

90 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 270.
92 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 270.
93 Vgl. König/Zorn [Umwelt Due Diligence 2001], S. 140.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Die Aufgabe der Umwelt Due Diligence ist das Aufzeigen möglichst aller umweltrelevanten Probleme, aber auch die Ermittlung der finanziellen Risiken, welche durch den Standort hervorgerufen werden oder auf diesen einen Einfluss haben.\(^\text{95}\)

Die Environmental Due Diligence beinhaltet in erster Linie die Identifikation und Bewertung von Umweltrisiken und Umweltkosten. Dafür wird eine Analyse der rechtlichen Grundlagen des Umweltschutzes vorgenommen. Das Ziel hierbei ist es, dem Interessenten am Zielobjekt einen Überblick über die Umweltsituation zu geben, damit dieser dann die eventuell vorhandenen Umweltrisiken erkennen kann.\(^\text{96}\)

Neben der Boden- und Altlastensanierung, befasst sich die Umwelt Due Diligence mit der Überprüfung der Übereinstimmung mit Umweltvorschriften.\(^\text{97}\)

Diese Art der Due Diligence sollte mit den anderen Due Diligence Aktivitäten vernetzt und koordiniert durchgeführt werden, da der Umweltschutz neben den Bereichen Boden, Wasser, Luft und Abfall auch die Gebiete des Arbeit- und Sicherheitsschutzes sowie Produktions- bzw. Betriebsgenehmigungen umfasst.\(^\text{98}\) Die erforderlichen Betriebsgenehmigungen und die Vorschriften für die Arbeitssicherheit sind dabei zu überprüfen. Weiters ist die Überwachung, die Kontrolle und die Einhaltung der rechtlichen Vorschriften zu gewährleisten.\(^\text{99}\)

Bei den möglichen Umweltrisiken kann man zwischen direkten und indirekten Umweltrisiken differenzieren:

**Direkte Umweltrisiken**

- Altlasten resultierend aus Kontamination von Boden, Grundwasser, Gebäuden oder verursacht durch Unfall
- Vernachlässigung des Standes der Technik
- Fehlende erforderliche Genehmigungen und Erlaubnisse

\(^{95}\) Vgl. Koch/Wegmann [Praktikerhandbuch Due Diligence 2002], S. 81.
\(^{96}\) Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 246.
\(^{97}\) Vgl. Steinmüller [Environmental Due Diligence 2002], S. 121.
\(^{98}\) Vgl. König/Zorn [Umwelt Due Diligence 2001], S. 140.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

- Verstoß gegen gesetzliche Regelungen, Verordnungen, Genehmigungen, behördliche Auflagen
- Umweltstrafrecht für das Unternehmen und seine Führungskräfte.

Indirekte ökologische Unternehmensrisiken

- Marktaussichten der Produkte aus ökologischer Sicht
- Kostenwirksame Umweltrelevanz der Rohstoffbeschaffung
- Kosten, die durch eine umweltgerechte Entsorgung entstehen können.\(^{100}\)

**Man unterscheidet bei dieser Art der Due Diligence zwei Phasen.**

*Auswertung Phase I (Berichterstattung)*

In der ersten Phase werden die Akten eingesehen und es kommt zu einer Bestandsaufnahme. Dies dauert durchschnittlich zwei bis vier Wochen, wobei der Standortbesuch ein bis vier Tage in Anspruch nimmt.

Die Ergebnisse der Bestandsaufnahme werden zielkonform in einem Endbericht dokumentiert:

- Auswertung der Informationen aus der Bestandsaufnahme und gegebenenfalls Sichtung weiteren Materials (z.B. Behördenauskünfte, Luftbilder)
- Identifikation von kritischen Punkten in den Bereichen:
  - Kontamination von Boden und Grundwasser
  - Festgestellte feste, flüssige und gasförmige Emissionen, Immissionen, Lärmbe lästigungen
  - Genehmigungen in den Bereichen Wasserecht, Gewerberecht, Abfallwirtschaft
  - Konkurrenzfähigkeit der Produkte bzw. Produktionsverfahren insbesondere hinsichtlich Erfüllung des Standes der Technik
  - Kostenabschätzung für notwendige Maßnahmen und Investitionen.

\(^{100}\) Vgl. König/Zorn [Umwelt Due Diligence 2001], S. 142 – 143.
Wird bei den Untersuchungen der Phase I festgestellt, dass eine vertiefende Analyse zur Einschätzung der Risiken notwendig ist, so sind im Bericht die dahingehenden Anforderungen für die Phase II festzulegen.

_Durchführung und Auswertung Phase II (Messprogramm)_

Für die Phase I konnte ein allgemeiner Untersuchungsrahmen angenommen werden. Für die Phase Zwei ist dies jedoch nicht mehr möglich. Nachfolgend werden daher beispielhaft einige Aktivitäten, die möglicherweise in Phase II durchgeführt werden, aufgezählt:

- Durchführung von Untersuchungen und Messungen (z.B. Auffinden von Kontaminationen, Feststellen von undichten Kanälen, Abluft, Lärm)
- Vertiefende Analyse des Konsumentenverhaltens
- Ermittlung angestrebter Gesetzesänderungen
- Kostenschätzung für Nachrüstungs- und/oder Sanierungsbedarf.

Das Ziel der zweiten Phase ist es, umfassende Erkenntnisse über den Standort zu erhalten. Ebenso sollen die Kosten aller zukünftigen umweltrelevanten Investitionen abgeschätzt werden können, damit daraus dann die Betriebskosten abgeleitet werden können.\(^{101}\)

_Ziel der Environmental Due Diligence_ ist die Beschaffung, Prüfung und Analyse von Informationen über vorhandene Umweltrisiken.\(^{102}\)

### 3.7.5 Legal Due Diligence

Bei der **Legal (rechtlichen) Due Diligence** geht es unter anderem um die Ermittlung von Grundlagen für einen vertraglichen Gewährleistungskatalog.\(^{103}\)

Den Untersuchungsgegenstand der Legal (rechtlichen) Due Diligence bildet der rechtliche Rahmen des Unternehmens. Es wird folglich die Rechtsgrundlage des Zielobjektes, das heißt

---

\(^{101}\) Vgl. Steinmüller [Environmental Due Diligence 2002], S. 123 – 124.

\(^{102}\) Vgl. Rockholtz [Akquisitionsmanagement 1999], S. 107.

die Satzung des Unternehmens, die Unternehmensverträge, die Gesellschaftsverträge und die Allgemeinen Geschäftsbedingungen überprüft.

Weitere Bestandteile der Legal Due Diligence sind die Untersuchungen der vertraglichen Beziehungen zum Kunden und Lieferanten, der Patent- und Lizenzvereinbarungen, der Leasing- und Kreditverträge etc.\(^\text{104}\)

Eine umfassende Beschreibung der Legal Due Diligence erfolgt im Kapitel 5.3.

### 3.7.6 Commercial und Market Due Diligence

Bei der **Commercial und der Market Due Diligence** in Kombination bildet die Geschäftstätigkeit des Unternehmens in seiner Gesamtheit den Prüfungsgegenstand. Deshalb wird zunächst der gesamte wirtschaftliche Rahmen, d.h. das allgemeine wirtschaftliche, rechtliche, politische und kulturelle Umfeld des Unternehmens, soweit es dessen Geschäftstätigkeit betrifft, bestimmt und analysiert. Dadurch sollen die Chancen und Risiken des Umfeldes erfasst werden, welche das Potenzial und den Wert des Unternehmens beeinflussen.\(^\text{105}\)

Bei der **Commercial (gewerbliche) Due Diligence** geht es um die allgemeine Marktsituation, die Marktposition des Zielunternehmens, die Produktpalette, die Produktentwicklung, das Produktionsverfahren, die Wettbewerbssituation, die Substituierbarkeit der Produkte, der Bekanntheitsgrad des Zielobjektes, die Verfügbarkeit von Rohstoffen und um die Absatzmöglichkeiten.\(^\text{106}\)

Darüber hinaus werden noch die Organisations- und Entwicklungsstruktur sowie die globale Umwelt (Konsumverhalten, Gesetzeserneuerungen) analysiert.\(^\text{107}\)

---

\(^\text{104}\) Vgl. Buss/Witte [Due Diligence 1999], S. 356.

\(^\text{105}\) Vgl. Nägele [Due Diligence 2005], S. 592 – 593.


\(^\text{107}\) Vgl. Maute [Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001], S. 360.
Die Zielsetzungen der Commercial Due Diligence sind folgende:

1. Die Analyse der Wettbewerbspositionierung des Zielunternehmens
2. Die Abschätzung der Zukunftsträchtigkeit des Marktes hinsichtlich Stabilität und Perspektiven

Zusammengefasst kann man sagen, dass sich diese Art der Due Diligence mit allen unternehmerischen Sachverhalten auseinandersetzt, die die Strategie des Unternehmens betreffen und den Börsengang oder den Unternehmensverkauf beeinflussen.\footnote{Vgl. Preschern/Wintersberger [Commercial Due Diligence 2002], S. 108.}

Typische Untersuchungsgegenstände einer Commercial Due Diligence sind:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Produkt/Dienstleistung</th>
<th>Absatzmärkte</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Darstellung Produkt/Dienstleistung</td>
<td>Marktvolumen</td>
</tr>
<tr>
<td>Produktporfolio</td>
<td>Marktwachstum</td>
</tr>
<tr>
<td>Produktlebenszyklen</td>
<td>Marktsegmentierung</td>
</tr>
<tr>
<td>Preispolitik</td>
<td>Markttrends</td>
</tr>
<tr>
<td>Distributionskanäle</td>
<td>Wettbewerber</td>
</tr>
<tr>
<td>Kundenstruktur</td>
<td>Substitutionsprodukte</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Organisation</th>
<th>Managementinformationssysteme</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Gesellschafterstruktur</td>
<td>Buchführungs-/Budgetierungs systeme</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Quelle: Maute [Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001], S. 360.

**Abbildung 7: Untersuchungsgegenstände Commercial Due Diligence**
Bei der **Market (wirtschaftlichen) Due Diligence** werden die Markt- und Managementrisiken untersucht. Es werden daher der für das Unternehmen bedeutende Markt und die damit verbundene Konkurrenz analysiert.

Dabei wird folgend vorgegangen: Als erster Schritt wird bei der wirtschaftlichen Due Diligence die globale Umwelt, sowie das rechtliche Markt- und Wettbewerbsumfeld untersucht. Basierend auf dieser Untersuchung erfolgt dann die Analyse des Marktes und der Wettbewerber.

Im Rahmen der Markt Due Diligence wird weiters eine Identifizierung des relevanten Marktes und im Anschluss daran eine Analyse hinsichtlich der Entwicklung dieses Marktes vorgenommen. Dies ist deshalb von Bedeutung, da erst nach erfolgter Marktuntersuchung das Zielobjekt in den passenden Markt eingeordnet werden kann.


Des Weiteren werden die Informationen über das Unternehmen (Absatz-, Preis-, und Marktanteilsentwicklung, Organisation in Marketing/Vertrieb, Qualität der Kommunikation, Preisfindungsprozesse, Produktportfolio und Vertriebsportfolio) im Rahmen einer Market Due Diligence mit den Anforderungen des Marktes (Kundenbedürfnisse, Wettbewerbsaktivitäten, rechtliche Rahmenbedingungen) verglichen.

**Die Market Due Diligence verfolgt folgende Ziele:**

1. Ermittlung der Wettbewerbsposition
2. Analyse der Zukunftschancen des Marktes
3. Plausibilitätsüberprüfung der Pläne.

---

3.7.7 Human Resources Due Diligence

Das Humankapital trägt wesentlich zum Wert eines Unternehmens bei und beeinflusst dessen zukünftige Geschäftsentwicklung. Bei der **Human Resource Due Diligence** wird dieses Humankapital untersucht. Die Untersuchung umfasst dabei sowohl das gesamte Personalwesen als auch das Management.\(^{112}\)

So werden die Führungsqualifikation des Managements und die Qualifikation der Mitarbeiter, die Unternehmenskultur, die Loyalität und die damit verbundene Fluktuationsgefährdung der Führungskräfte und der Mitarbeiter betrachtet.\(^{113}\)


Weiters wird das Humankapital der Mitarbeiter bewertet.\(^{114}\) Diese Bewertung ist deshalb wichtig, da die Qualifikationen der Mitarbeiter wesentlich zu einer Steigerung des Unternehmenswertes beitragen können.\(^{115}\)

3.7.8 Cultural Due Diligence

Die **Cultural (kulturelle) Due Diligence** baut auf die Human Resource Due Diligence auf und beschäftigt sich mit der Unternehmenskultur.\(^{116}\) Sie kann als eigenständige Untersuchung durchgeführt werden oder gleich in die Human Resource Due Diligence integriert werden. Ebenso ist es möglich, dass die kulturellen Daten im Rahmen der anderen Due Diligence Prüfungen mit analysiert werden.\(^{117}\)

---

\(^{112}\) Vgl. Unterköfler [Human Resource Due Diligence 2002], S. 127.

\(^{113}\) Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 238.


\(^{115}\) Vgl. Vogel [M & A 2002], S. 169.


Den Analysegegenstand bilden

- **Personal und Organisation** (die Hierarchiestrukturen, das Motivationsverhalten von Führungskräften, die Mitarbeiterzufriedenheit, die Teamfähigkeit der Mitarbeiter und das Fluktuationsverhalten)

- **Kulturposition, Stärken/Schwächen**

- **Umgang mit Prozessen** (Geschäftsprozesse, Lernprozesse, Kulturprozesse)

- **Umgang mit Daten, Informationen und Wissen.**

Weitere Analyseschwerpunkte sind die Unternehmensphilosophie und –ziele, das Anreizsystem, die Entscheidungsstrukturen, die Arbeitsstiele und die Kommunikation.

Unternehmensphilosophie und –ziele

Die Unternehmensphilosophie und die Unternehmensziele beeinflussen wesentlich das wirtschaftliche Handeln und Denken.


Anreizsystem


---

Entscheidungsstrukturen

Bei der Analyse der Entscheidungsstrukturen geht es um die eigentlichen Entscheidungen, den Entscheidungsfindungsprozess und der dafür benötigten Zeit. Zunächst werden die Entscheidungen und die Risikobereitschaft des Unternehmens betrachtet. Durch eine Betrachtung der vergangenen, gegenwärtigen und zukünftigen Strategien des Unternehmens werden Rückschlüsse auf die Risikobereitschaft geschlossen. So kann anhand der Strategien und der sich daraus ergebenden Unternehmensplanung festgestellt werden, ob eine neue strategische Ausrichtung erfolgen wird und ob sich dadurch auch die Risikobereitschaft ändern wird.

Arbeitsstile und Kommunikation


Erhoben werden die kulturellen Daten mit folgenden Instrumenten:

- Einzelgespräche mit Führungskräften
- Fragebögen
- Firmenrundgänge
- Beobachtungen
- Dokumentenanalysen
- Sitzungsbeobachtungen.

Am häufigsten wird das Instrument Einzelgespräch verwendet. Die Gespräche werden hierbei mit der ersten und eventuell auch mit der zweiten Führungsebene durchgeführt. Weiters werden Fragebögen, Firmenrundgänge bzw. Beobachtungen und Dokumentenanalysen häufig genutzt. Sitzungsbeobachtungen werden auf Grund ihres passiven Charakters eher selten durchgeführt.\(^\text{120}\)

3.7.9 Technical Due Diligence

Den Auftakt bei einer Technical (technischen) Due Diligence bildet eine Betriebsbesichtigung. Diese ist wichtig, um einen Überblick von dem betreffenden Unternehmen zu bekommen. Hierbei wird vor allem auf die Effektivität des Produktionsablaufes, auf eine sorgfältige Produktion und auf eventuell vorhandene Schwachstellen geachtet.\(^\text{121}\)

Im Rahmen der technischen Überprüfung wird zum einem der Maschinenpark in technischer Hinsicht beurteilt. Zum anderen wird eingeschätzt inwieweit die Technologie der hergestellten Produkte und Dienstleistungen zukünftig noch zeitgemäß sein wird.\(^\text{122}\)

Die Prozesse bei der Herstellung der Produkte des Zielunternehmens bilden unter anderem den Untersuchungsgegenstand der Technical Due Diligence. Bei den Fertigungsbetrieben werden die Produktionsanlagen und bei den Dienstleistungsunternehmen die Organisationsmittel (z.B. der IT-Sektor oder die Lagerlogistik) analysiert und bewertet.\(^\text{123}\)

Einen weiteren Untersuchungsgegenstand bildet der Unternehmensstandort. Es werden hier die Vor- und die Nachteile des Standortes analysiert und bewertet. Vor allem die Situation der Infrastruktur bezogen auf die Anbindung zum Kunden und zum Lieferanten wird betrachtet.\(^\text{124}\)

Bei der technischen Untersuchung überprüfen die Gutachter heute öfter als früher aber auch die Restlebensdauer der einzelnen Bauteile des Unternehmens. Bei den hier auftretenden Mängeln wird unterschieden, wie schnell der Eigentümer des Unternehmens handeln muss um Schäden zu vermeiden.

\(^{121}\) Vgl. Koch/Wegmann [Praktikerhandbuch Due Diligence 2002], S. 75.
\(^{122}\) Vgl. Kay-Schanz [Recht des Börsenganges 2000], S. 241f.
\(^{123}\) Vgl. Vogel [M & A 2002], S. 166.
\(^{124}\) Vgl. Busse [Finanzwirtschaft 2003], S. 185.
Kurzfristig bzw. sofort sind solche Mängel zu beheben, die ein akutes Sicherheitsrisiko darstellen. Mittelfristige Mängel umfassen Schwachstellen, die zu Schäden an der Bausubstanz führen, wenn sie nicht innerhalb der nächsten zwei bis fünf Jahre beseitigt werden. Langfristige Mängel, sind solche, die in sechs bis zehn Jahren beseitigt werden müssen.\textsuperscript{125}


**Detailinformationen werden im Rahmen der technischen Due Diligence bezüglich**

- der Pläne der Grundstücke und Gebäude mit Größenangaben
- der räumlichen Organisation der Produktion
- dem Alter, dem Zustand und den Nutzungsbestimmungen der Gebäude und der Anlagen
- dem Automatisierungsgrad und der Fertigungstiefe
- dem Auslastungsgrad, der Produktions- und Konstruktionskapazitäten sowie der wesentlichen Engpässe
- der behördlichen Auflagen
- dem Verhältnis von Eigen- und Fremdfertigung sowie dem Anteil von Zukaufteilen
- dem Nutzungsausweis des angrenzenden Geländes
- und der Investitionen der vergangenen Jahre sowie der Investitionsplanung erhoben.\textsuperscript{126}

**Ziel der Technical Due Diligence** ist es, einen Eindruck vom betrieblichen Leistungsvermögen des Unternehmens, insbesondere aber seiner Produktivität, zu bekommen.

\textsuperscript{125} Vgl. Volk, Immobilien & Finanzierung 2009, S. 334.
\textsuperscript{126} Vgl. Rockholtz [Akquisitionsmanagement 1999], S. 115f.
Die Produktivität ist dabei von folgenden Faktoren abhängig:

- von der Ausstattung des Maschinenparks
- von dem Material- und Produktionsfluss
- von der Organisation der Fertigungssteuerung
- von der Integration und Art der Lagerwirtschaft
- von dem Vorhandensein von Qualitätskontrollen.\textsuperscript{127}

3.7.10 IT Due Diligence

Im Rahmen der IT (Informationstechnologie\textsuperscript{128}) Due Diligence werden Informationen erhoben und die Informationsverarbeitung des Unternehmens wird dokumentiert. Es wird also die bereits vorhandene Informationstechnologie des Unternehmens hinsichtlich ihrer Qualität analysiert. Es werden dazu Informationen über die Leistungsfähigkeit, über die Kontinuität der Informationsfunktion und über die Informationsinfrastruktur eingeholt.

Bei der Beurteilung der Informationstechnologie hinsichtlich ihrer zukünftigen Potentiale, spielt es eine Rolle in welcher Phase des Lebenszyklus sich die IT gerade befindet. Dies ist deshalb von Bedeutung, da in jeder Phase die zukünftigen Potentiale der IT anders sind.

Befindet sich die Informationstechnologie zum Beispiel in der letzten Phase, so ist sie bereits veraltet und ihre Verwendung lässt auf ein Defizit bezüglich des technologischen Know-hows schließen.\textsuperscript{129}

\textsuperscript{127} Vgl. Rockholtz [Akquisitionsmanagement 1999], S. 115.

\textsuperscript{128} Die Informationstechnik = das Wissen um die Potenziale und Verwertungsmöglichkeiten in Form der Informationstechnik.

\textsuperscript{129} Vgl. Koch/Menke [IT Due Diligence 2005], S. 628 und 629.
4  Prozess, Durchführung und organisatorischer Ablauf einer Due Diligence beim Börsengang

4.1  Prozess einer Due Diligence Prüfung

Wird eine Sorgfaltsprüfung professionell gestaltet, so lassen sich die Ziele und Erwartungen auf Seiten des Auftraggebers erreichen. Dies erfordert einen Untersuchungsansatz, welcher durch eine prozessuale Ausrichtung die Effizienz der Due Diligence sicherstellt. Damit ist gemeint, dass die Untersuchung nach Plan abläuft und der Bericht zeitgerecht vorgelegt wird. Den Abschluss bildet die interne Rückkopplung der Erfahrungen.\textsuperscript{130}

Die nachfolgende Abbildung stellt diesen Untersuchungsansatz graphisch dar:

\[\text{Abbildung 8: Untersuchungsprozess der Due Diligence}\]

4.2 Durchführung der Due Diligence

Die Durchführung der Sorgfaltsprüfung im Rahmen eines Börsenganges beruht auf freiwilliger Basis, dass heißt sie ist nicht gesetzlich vorgeschrieben und sie stellt auch keine formale Notwendigkeit im Rahmen des Börsenzulassungsverfahrens dar. Dennoch wird sie oftmals durchgeführt, da durch eine Due Diligence wesentliche Informationen über das Unternehmen gewonnen werden können.\(^{131}\)

Es sollte also im Interesse des Unternehmens liegen eine Due Diligence durchzuführen, um den Unternehmenswert zu bestimmen und um die Plausibilität der Planungsunterlagen einschätzen zu können.\(^{132}\)

Der Emissionsbank kommt bei einem IPO eine besondere Bedeutung zu. Sie führt und begleitet nämlich den Börsengang eines Unternehmens. Deshalb ist eine Due Diligence in erster Linie auch an die Emissionsbank adressiert.\(^{133}\)

Die Auftraggeber der Due Diligence bei einem IPO können neben der Emissionsbank aber auch die Gesellschafter, die Emissionshäuser oder der Emissionsberater sein.\(^{134}\)

Die Due Diligence sollte durch einen externen Wirtschaftsprüfer oder auch durch ein ganzes Team, der bzw. das schon Erfahrungen auf dem Gebiet von Börseneinführungen hat, durchgeführt werden.\(^{135}\)

Der Vorteil eines Teams besteht darin, dass für jeden einzelnen Bereich des Unternehmens ein eigener Gutachter zur Verfügung steht, der ein Spezialist auf seinem Gebiet ist. Deshalb sollte für den rechtlichen Bereich ein Rechtsanwalt, für die steuerlichen Fragen ein Steuerberater und für die betriebswirtschaftlichen Themen ein Wirtschaftsprüfer engagiert werden.\(^{136}\)

Die Durchführung der Due Diligence beginnt, nachdem der Wirtschaftsprüfer den Auftrag erhalten hat. Als erstes führt er dann eine Betriebsbesichtigung durch. Auf diesem Wege kann er sich ein Bild von den Börsenkandidaten machen. Der Wirtschaftsprüfer ist durch die so

\(^{131}\) Vgl. Buss/Witte [Due Diligence 1999], S. 350.


\(^{133}\) Vgl. Buss/Witte [Due Diligence 1999], S. 350.

\(^{134}\) Vgl. Zacharias [Börseneinführung 2000], S. 253.

\(^{135}\) Vgl. Koch/Wegmann [Börseneinführung 2000], S. 226.

gewonnen Erkenntnisse auf die Verhandlungen mit der Emissionsbank bezüglich des Emissionskurses bestens vorbereitet.

Die Bank wird ebenfalls eine Begehung des Betriebes vornehmen. Der Eindruck, welcher durch eine solche Betriebsbesichtigung entsteht, hat dann einen unmittelbaren Einfluss auf die Festsetzung des Unternehmenswertes und somit auch auf die Festsetzung des Emissionskurses durch die Bank. Der Börsenkandidat sollte daher darauf achten, dass das Unternehmen in einem sauberen und aufgeräumten Zustand ist.137

**Damit eine Sorgfaltsprüfung überhaupt durchgeführt werden kann, müssen im Vorfeld einige Unterlagen bereitgestellt werden:**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Allgemeine Darstellung:</th>
<th>Aktuelle Imagebroschüre, zusammenfassendes Prospektmaterial, Unternehmensbewertungsgutachten bzw. Informationen aus Unternehmensanalysen der vergangenen 3 Jahre.</th>
</tr>
</thead>
</table>

Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Abbildung 9: Vorbereitende Unterlagen für eine Due Diligence

Die Machbarkeit und die Qualität einer Due Diligence vor einem Going Public hängen wesentlich von zur Verfügung gestellten Unterlagen bzw. Informationen ab. Die benötigten Informationen über das Unternehmen sind normalerweise nicht öffentlich verfügbar. Der Zugang zu den Unterlagen kann daher nur durch die Einwilligung des Börsenkandidaten erfolgen.\textsuperscript{138}

Die Due Diligence wird in den meisten Fällen am Standort des Börsenkandidaten durchgeführt.\textsuperscript{139} Im Mittelpunkt der Due Diligence Prüfung steht die Prüfung der zukünftigen Planung und die Analyse der Planungsrechnung\textsuperscript{140}. Mit Hilfe der Auswertung der Planungsrechnung kann der Emissionspreis festgesetzt werden.

Einen weiteren wichtigen Bestandteil der Due Diligence Prüfung stellt die Markt- und Wettbewerbsüberprüfung dar\textsuperscript{141}, da durch sie die Chancen und Risiken eines Börsenganges festgestellt werden können.

Die Auftraggeber einer Due Diligence wollen aber auch die Plausibilität des Börsenganges und die Ausschüttungsfähigkeit des Unternehmens bestätigt haben.\textsuperscript{142}

\begin{tabular}{|l|}
\hline
\textbf{Finanzen:} Status: Prüfungsberichte zu Jahresabschlüssen bzw. interne Unterlagen, Bankverbindungen, Innenumsätze bei der Gesellschaftsgruppe, Angaben über steuerliche Risiken, Eigenkapitalgliederung und Verlustvorträge. \\
Planung: Überblick über die Firmenstrategie, Erläuterungen zum Planungssystem und der verwendeten Prämisse, Auftragsbestände, Einzelpläne zu Absatz/Produktion/Personal /Investitionen/Liquidität. \\
\textbf{Beteiligungen:} Soweit Beteiligungen bestehen, müssen die genannten Unterlagen und Informationen für diese zusammengestellt werden. \\
\hline
\end{tabular}

Quelle: Koch/Wegmann [Börseneinführung 2000], S. 228ff.

\textsuperscript{138} Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 225. \\
\textsuperscript{139} Vgl. Koch/Wegmann [Börseneinführung 2000], S. 227. \\
\textsuperscript{140} Vgl. Koch/Wegmann [Praktikerhandbuch Due Diligence 2002], S. 20. \\
\textsuperscript{141} Vgl. Scott [Due Diligence 2001], S. 16. \\
\textsuperscript{142} Vgl. Zacharias [Börseneinführung 2000], S. 252.
Bei der Durchführung der Due Diligence Prüfung ist darauf zu achten, dass die Due Diligence an das jeweilige Untersuchungsobjekt angepasst wird. So wird der Umfang und die Ausgestaltung der Due Diligence (Prüfungsgegenstand, Checklisten, Größe und Besetzung des Due Diligence Teams) auf die Größe einer Börseneinführung nach Volumen und Wichtigkeit, die Branche, den zur Verfügung stehenden Zeitrahmen, das Budgetvolumen und die Personalkapazitäten abgestimmt.¹⁴³

Bei einer Börseneinführung wird die Due Diligence zeitlich gesehen, bei dem Kick-Off-Meeting eingeordnet. Das heißt, mit der Due Diligence sollte bei der Vorstellung des Unternehmens durch die Unternehmensleitung gegenüber den Beratern des IPO begonnen werden. Dies begründet sich damit, dass der Emissionsprospekt den Zulassungsprospekt für den Antrag auf Börsenzulassung darstellt. Die Daten für die Erstellung des Prospektes werden wiederum im Rahmen der Due Diligence ermittelt.¹⁴⁴

Typische Untersuchungsfelder einer Due Diligence bei einer Börseneinführung:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Financial Due Diligence</th>
<th>Betriebswirtschaftliche Analyse des Unternehmens</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Legal Due Diligence</td>
<td>Rechtliche Analyse</td>
</tr>
<tr>
<td>Tax Due Diligence</td>
<td>Steuerliche Risikoanalyse</td>
</tr>
<tr>
<td>Technical &amp; IT Due Diligence</td>
<td>Überprüfung der Technik und der Produktion, Forschung und Entwicklung</td>
</tr>
<tr>
<td>Environmental Due Diligence</td>
<td>Ermittlung von Umweltrisiken</td>
</tr>
<tr>
<td>Cultural Due Diligence</td>
<td>Analyse der Unternehmenskultur</td>
</tr>
<tr>
<td>Market &amp; Commercial Due Diligence</td>
<td>Bewertung der Strategie und der Wettbewerbssituation</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Quelle: Zacharias [Börseneinführung 2000], S. 253 (leicht modifiziert).

¹⁴³ Vgl. Heidinger/Graf [Due Diligence 2001], S. 15.
¹⁴⁴ Vgl. Picot [Due Diligence beim IPO 2001], S. 148.
4.3 Organisatorischer Ablauf einer Due Diligence

Die Abbildung 11 zeigt den organisatorischen Ablauf einer Due Diligence:

**Auswahl des Due Diligence Gutachers**
- Auftragserteilung
  - Auftragsinhalt und Analyseschwerpunkte
  - Zeitrahmen
  - Honorar
  - Pflichten

**Auftragsbestätigung**
- Auftragsumfang
- Haftung

**Zeitrahmen (Vier-Phasen-Modell)**
- Planning
- Fieldworking
- Reporting
- Completion

**Das Due-Diligence-Team**
- Externe Berater
- Unternehmensinterne Mitarbeiter

**Der Datenraum und die Informationsbeschaffung**
- Dataroom: Inhalt und Zugang
- Basisdaten (siehe Checklisten im Anhang)

**Dokumentation und Berichterstattung**
- Arbeitspapiere
- Art des Due-Diligence-Berichts

Quelle: Scott [Due Diligence 2001], S. 25.

Abbildung 11: Organisatorischer Ablauf der Due Diligence
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen


Eine wesentliche Aufgabe des Gutachters ist es, den zur Verfügung stehenden Zeitrahmen einzuhalten. Um dies zu gewährleisten stellt der Gutachter einen Zeitplan auf. Dieser Zeitplan muss dann laufend kontrolliert werden um sicherzustellen dass er auch eingehalten werden kann.

Der Gutachter ist ebenfalls für die Zusammensetzung, Leitung und Koordinierung des Teams verantwortlich. Hierbei wird der Einsatz des Personals an die Wünsche des Auftraggebers und an die zur Verfügung stehenden Personalkapazitäten angepasst.

Bezüglich der Teamzusammensetzung ist darauf zu achten, dass die Mitglieder die für die Untersuchung benötigten Qualifikationen und Erfahrungen besitzen.145 Das Team besteht in der Regel aus Personen aus dem Unternehmen des Börsenkandidaten und seinen Beratern. Es ist wichtig, dass aus diesem Team dem Gutachter ein Hauptsprechpartner zur Verfügung steht. Der Hauptsprechpartner, welcher für die Beantwortung von Fragen von Seiten des Gutachters zuständig ist, sollte hierbei eine Person der Geschäftsführung sein.146

---

146 Vgl. Maute [Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001], S. 358.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Der Gutachter ist bei der Due Diligence Prüfung von der Freigabe der Informationen durch das zu prüfende Unternehmen abhängig. Er ist darauf angewiesen, dass die wesentlichen Dokumente im Dataroom bereitgestellt werden.

Hierbei werden alle Dokumente, die für eine erfolgreiche Due Diligence Prüfung von Nöten sind und zur Verfügung stehen sollen, in einer Dokumentenliste zusammengefasst.\textsuperscript{147} Bei den Dokumenten handelt es sich um Grundbuchauszüge, um die Satzung\textsuperscript{148}, um wichtige Verträge aller Art, um die Jahresabschlüsse der letzten drei bis fünf Jahre, um Informationen über laufende und drohende Rechtsstreitigkeiten und um Informationen über Beziehungen zu Kunden und Lieferanten.\textsuperscript{149}

Die vorhin erwähnte Dokumentenliste liegt dann in einem so genannten Dataroom auf. Der Dataroom ist jener Ort bzw. gesonderte Raum, wo alle Dokumente gesammelt werden und zur Einsichtnahme bereitliegen.\textsuperscript{150}

Die benötigten Dokumente bzw. Informationen, werden durch eine Sichtung und Auswertung der allgemeinen Unternehmensinformationen beschafft. Weiters werden die Unternehmensgeschichte, Imagebroschüren und Prospektmaterial für eine Informationsbeschaffung herangezogen. Gespräche mit der Geschäftsführung, mit Partnern- und Wettbewerbsunternehmen können die vorhandenen Informationen vervollständigen und erweitern. Alle so gewonnenen Informationen werden von dem Due Diligence Team dokumentiert und zur Dokumentenliste hinzugefügt.\textsuperscript{151}

Nach der abgeschlossenen Due Diligence Prüfung erfolgt meistens eine Schlussbesprechung. Bei dieser Besprechung präsentiert der Gutachter die Ergebnisse der Due Diligence\textsuperscript{152} dem Management des Unternehmens, welches an die Börse will. Das Management kann zu den Ergebnissen der Sorgfaltsprüfung eine Stellungnahme abgeben. Diese Besprechung dient aber auch der Vermeidung von Fehlinterpretationen.\textsuperscript{153}

\textsuperscript{147} Vgl. Scott [Due Diligence 2001], S. 21 – 23.
\textsuperscript{148} Eine Satzung ist der Gesellschaftsvertrag einer Aktiengesellschaft.
\textsuperscript{149} Vgl. Middelhoff, M&A Review 2007, S. 278.
\textsuperscript{150} Vgl. Koch/Wegmann [Praktikerhandbuch Due Diligence 2002], S. 52.
\textsuperscript{151} Vgl. Scott [Due Diligence 2001], S. 24.
\textsuperscript{152} Vgl. Koch/Wegmann [Börseneinführung 2000], S. 227.
\textsuperscript{153} Vgl. Maute [Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001], S. 363.
Anschließend wird dann ein schriftlicher **Bericht** über die Erkenntnisse verfasst. Sobald dieser vorliegt bekommt der Börsenkandidat einen Entwurf. Dies ermöglicht es ihm auf eventuell vorhandene Unstimmigkeiten und Missverständnisse hinzuweisen.

Sollte der Wirtschaftsprüfer durch eine Bank beauftrag worden sein, so bekommt nur die Bank einen Entwurf und das Unternehmen kann nur durch die Bank Einsicht in den Bericht bekommen.\(^{154}\)

Im Due Diligence-Review bzw. Bericht wird das Ergebnis der Due Diligence zusammengefasst und bildet somit die Entscheidungsgrundlage für den potentiellen Investor. Dieser kann durch den Bericht auch abschätzen, ob die zukünftige Entwicklung des Unternehmens seinen Erwartungen entsprechen kann oder wird.\(^{155}\)

Weiters umfasst der Bericht die wesentlichen Ergebnisse bezogen auf den ermittelten Ist-Zustand und er zeigt aber auch die möglichen Veränderungen und deren Ursachen auf.\(^{156}\)

Die Form der **Berichterstattung** ist nach Wunsch des Auftraggebers zu gestalten.\(^{157}\)

**Es gibt folgende Arten von Berichterstattung:**

- **Due Diligence Memorandum:** Das Due Diligence Memorandum ist ein kurzer schriftlicher Aktenvermerk, der die Ergebnisse der Prüfung und mündliche Informationen enthält. Ebenfalls ist der Prüfungsfortschritt dokumentiert.

- **Comment Letter:** Der Comment Letter ist eine kurze Stellungnahme, die auf finanziellen und qualitativen Informationen beruht. Diese Informationen sind jedoch noch nicht überprüft worden. Somit basiert der Comment Letter nur auf groben Einschätzungen des Gutachters.

- **Opinion Letter:** Der Opinion Letter ist ein kurzer Brief, der die Methoden und Berechnungen enthält, die zu einer abschließenden Meinungsäußerung geführt haben. Die Meinungsäußerung beruht auf subjektiven Einschätzungen des Untersuchungsgegenstandes. Voraussetzung hierfür ist eine genaue Analyse aller Aspekte, die für die Schlussfolgerung benötigt werden.

---


\(^{155}\) Vgl. Benedek [Mergers & Acquisitions 2001], S. 60.

\(^{156}\) Vgl. Albeseder [Tax Due Diligence 2001], S. 66.

\(^{157}\) Vgl. Scott [Due Diligence 2001], S. 25.
• **Minireport:** Der Minireport ist eine schriftliche Meinungsäußerung in Form eines Kurzgutachtens. Er stellt die verwendeten Untersuchungsmethoden und die Untersuchungsgrundlagen dar.

• **Due Diligence Report:** Der Due Diligence Report umfasst alle sachdienlichen und einschlägigen quantitativen wie qualitativen Sachverhaltsbeschreibungen und Analysen sowie Schlussfolgerungen in für Dritte nachvollziehbarer Weise.\(^\text{158}\)

### 4.4 Verwendung von Checklisten

Für die Durchführung einer Due Diligence werden häufig Checklisten\(^\text{159}\) als Hilfsmittel verwendet. In den Checklisten sind die zu prüfenden Objekte und die auszuführenden Prüfungshandlungen aufgelistet.

**Als Vorteile einer Checkliste können folgende Punkte genannt werden:**

- Sicherheit, dass keine wesentlichen Aspekte übersehen werden
- Zeitersparnis
- Lehrmittel für Anfänger
- Erleichterung einer übersichtlichen Darstellung
- Möglichkeit der ständigen Aktualisierung
- Aufdeckung von Mängeln und Einengung von Problembereichen.\(^\text{160}\)

### 4.5 Dauer einer Due Diligence

Die Dauer einer Due Diligence im Vorfeld eines Börsenganges ist von Fall zu Fall unterschiedlich, da sie wesentlich von der Größe, dem Land, der Branche des Zielobjektes, den Motiven der Beteiligten und der Verhandlungsstärke des Käufers bzw. des Anlageinteressier-

---


\(^{159}\) Eine Darstellung des Inhaltes der Checklisten befinden sich im Anhang auf Seite 85ff.

\(^{160}\) Vgl. Berens et al. [Planung und Durchführung 2005], S. 133.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

161 ten beeinflusst wird. Deshalb kann auch keine allgemein gültige Aussage über die Zeitdauer getroffen werden.161

Im Normalfall wird die Zeitdauer einer Due Diligence Prüfung, einschließlich der Vorbereitungsphase, im Durchschnitt mit vier bis sechs Wochen angenommen.162

Der Kern der Due Diligence Prüfung dauert ca. ein bis drei Wochen, allerdings trifft diese Zeitaussage nur dann zu, wenn die Untersuchung vor Ort (Unternehmensstandort) durchgeführt wird.163

In den meisten Fällen ist die zur Verfügung stehende Zeit für die Durchführung beschränkt. Durch eine sorgfältige Planung und eine effiziente Durchführung lässt sich der Nutzen aus der verfügbaren Zeit jedoch maximieren.164

4.6 Kosten der Due Diligence

Die Kosten der Due Diligence sind abhängig von dem Umfang und der Komplexität der Analysearbeiten. Sie lassen sich auf Grund der unterschiedlichen Rahmenbedingungen und Ausgangsbasen und der kaum vergleichbaren Zielobjekte nur schwer von vornherein wertmäßig beziffern.165

Ungefähr können die Kosten für eine Legal Due Diligence im Vorfeld eines Börsenganges von einem Mittelstandsunternehmen mit 40.000 bis 80.000 Euro und die Kosten für die Financial Due Diligence mit 35.000 bis 70.000 Euro beziffert werden.166

Die Kosten der Sorgfaltsprüfung lassen sich durch eine sorgfältige Planung und Durchführung jedoch minimieren.167

161 Vgl. Rockholtz [Akquisitionsmanagement 1999], S. 72.
163 Vgl. Rockholtz [Akquisitionsmanagement 1999], S. 72.
164 Vgl. Albeseder [Tax Due Diligence 2001], S. 49.
167 Vgl. Albeseder [Tax Due Diligence 2001], S. 49.
5 Die Rolle der Due Diligence Prüfung bei Börsengängen

5.1 Die Besonderheiten der Due Diligence beim Börsengang

Im Wesentlichen orientiert sich die Due Diligence an denselben Inhalten wie anlässlich der Prüfung durch den Risikokapitalgeber. Was sich jedoch im Vergleich zu einer Sorgfaltsprüfung bei einer Venture Capital-Finanzierung verändert, ist die Tiefe der Recherche, die verstärkte Miteinbeziehung von externen Spezialisten aufgrund der komplexer gewordenen Materie und aus Haftungsüberlegungen sowie die Art der Darstellung und Durchführung:

Bei einer Due Diligence vor einem IPO wird eine Unterlage bzw. ein Emissionsprospekt für extern Interessierte (Börsenkammer, Aufsichtsorgane, Investoren, Öffentlichkeit, etc.) erstellt. Diejenigen, das sind der Emittent, der Lead Manager, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, etc., die die Due Diligence durchführen und diesen Prospekt erstellen, haften für die inhaltliche Richtigkeit sowie die Vollständigkeit der veröffentlichten Informationen. Die Haftung erstreckt sich dabei auf den jeweiligen von ihnen geprüften Teilbereich und bezieht sich auf das Vorhandensein unrichtiger, unvollständiger oder irreführender Angaben im Emissionsprospekt.


Die wirtschaftliche Due Diligence mit den finanziellen und kommerziellen Fragestellungen wird vom Lead Manager und den Wirtschaftsprüfern durchgeführt, die rechtliche Due Diligence von Rechtsanwälten. In Bezug auf die groben Inhalte gibt es dabei bei einer Due Diligence im Rahmen eines Börsenganges keine wesentlichen Unterschiede zu einer Due Diligence anlässlich zum Beispiel des Einstiegs eines Risikokapitalgebers.\textsuperscript{168}

\textsuperscript{168} Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 328.
5.2 Die Financial Due Diligence als Grundlage der Kursfindung

Die **Financial (finanzielle) Due Diligence** stellt den Mittelpunkt der Due Diligence Prüfung dar, da die hier erarbeiteten Daten die Grundlage für fast alle weiteren Sorgfaltsprüfungen bilden.\(^{169}\)

**Allgemein** wird vor einem IPO im Rahmen der Financial Due Diligence die Entwicklung des Unternehmens in der Vergangenheit analysiert und die zukünftige Planung in Bezug auf ihre Plausibilität hin untersucht.

*Entwicklung des Unternehmens in der Vergangenheit*

Durch die Analyse der Entwicklung des Unternehmens in der Vergangenheit lassen sich Rückschlüsse über die innere Stärke und die Flexibilität des Unternehmens ziehen. Es kann dadurch auch nachvollzogen werden, ob das Unternehmen die Entwicklungen des Marktes zu seinem Vorteil nutzen konnte und ob es auf auftretende Probleme richtig reagiert hat.

*Planungsanalyse*

Der Planungsanalyse kommt im Due Diligence Prozess eine zentrale Bedeutung zu, da sie die Basis für die Entscheidung des Investors für eine Beteiligung und für die Höhe des Emissionspreises bildet.\(^{170}\)

Bei dieser Planungsanalyse werden die, auf Basis der Bilanzzahlen aus den vergangenen Jahren, erstellten Planbilanzen und Budgets auf ihre Plausibilität hin überprüft. Die dabei auftretenden Übereinstimmungen oder auch Abweichungen der Planzahlen zu den Ist-Zahlen sind ein Indikator für die Genauigkeit und Realisierbarkeit der vorgelegten Budgets.\(^{171}\)

*Analyse des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens*

Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen stellt jenen Teil des Vermögens dar, der nicht zur Erfüllung des Sachziels eines Unternehmens benötigt wird. Als Beispiel wäre hierfür ein privat genutztes Fahrzeug zu erwähnen.\(^{172}\)


\(^{171}\) Vgl. Benedek [Mergers & Acquisitions 2001], S. 73.

\(^{172}\) Vgl. Bibliographisches Institut & F.A. Brockhaus AG [Betriebsnotwendiges Kapital 2005-2009], o. S.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen kann veräußert oder als zusätzliche Sicherheit für eine Finanzierung herangezogen werden.
Zu beachten sind aber auch alle Schulden, die im Zusammenhang mit dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen stehen.

Untersuchungen zum Substanzwert
Im Zuge einer Due Diligence Prüfung wird die Substanz des Unternehmens betrachtet.
Der Substanzwert dient als Grundlage der Finanzbedarfsrechnung und des Zinsaufwandes.
Weiters ist er für die Einschätzung der Entwicklung der Investitionen und der Abschreibungen von Bedeutung. Schließlich kann er als Basis für die Kreditfähigkeit und Krisenfestigkeit des Unternehmens herangezogen werden.173


Die Analysen im Rahmen der Financial Due Diligence erfolgen auf Basis der Daten vom externen und internen Rechnungswesen des Börsenkandidaten.
Beim externen Rechnungswesen werden die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung, der Lagebericht und der Anhang als Informationsquellen genutzt. Diese vorhandenen Daten sind großteils vergangenheits- oder gegenwartsbezogen und werden für die Überprüfung der Plan- daten herangezogen.
Eine weitere Informationsquelle stellen die Daten des internen Rechnungswesens, welche besonders im Hinblick auf die Erstellung von Planwerten von Bedeutung sind, dar. Im internen Rechnungswesen sind Daten vorhanden die im externen Rechnungswesen auf Grund der Gesamtunternehmenssichtweise fehlen. Dies betrifft zum Beispiel Informationen über die einzelnen Produkte. Falls vorhanden sollten daher Produktergebnisse, Deckungsbeitragsrechnungen und ähnliche Daten in die Due Diligence Analyse miteinbezogen werden.175

175 Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 232.
Bei einer Financial Due Diligence kann neben den externen Experten wie Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern oder Rechtsanwälten auch die emissionsbegleitende Bank selbst tätig werden.

Die Financial Due Diligence kann man in zwei Bereiche einteilen:

1. In den Bereich Vermögen, Ertrag und Cashflow (finanzielle Due Diligence)
2. In den Bereich Liquidität und Finanzierung (finanzwirtschaftliche Due Diligence)

In der Literatur und auch in der Praxis werden die Begriffe finanzielle und finanzwirtschaftliche Due Diligence jedoch häufig synonym verwendet. Laut Berens und Brauner ist die finanzwirtschaftliche Due Diligence aber nur ein Teilbereich der Financial Due Diligence.


Die finanzwirtschaftliche Due Diligence hingegen, befasst sich mit der Analyse der Finanzlage des Unternehmens.

**Bereich Vermögen, Ertrag und Cashflow**


Weiters können die Chancen und Risiken, die mit dem Börsengang verbunden sind, für den Anleger aufgezeigt werden.

Die Analyse dieses Bereiches der Financial Due Diligence bezieht sich vor allem auf die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage des Unternehmens und auf die darauf aufbauenden Planungsrechnungen.

---

Die Informationsgrundlage für die Vermögenslage bildet die Bilanz, für die Ertragslage die Kapitalflussrechnung und für die Finanzlage ist es die Gewinn- und Verlustrechnung.\(^\text{177}\)


- **Ertragslage:** Es wird versucht eine Einschätzung der zukünftigen Ertragslage zu erreichen, indem die Ergebnisse der Jahresabschlüsse der vergangenen Jahre um die außerordentlichen oder zukünftig entfallenden Aufwendungen und Erträge bereinigt werden.\(^\text{178}\)

Die Bewertung und Analyse der Planungsrechnung hat einen großen Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens beim Börsengang bzw. bei der Festsetzung des Emissionskurses. Dies ist deshalb so, da in der Planungsrechnung die Auswirkungen des Börsenganges und gegebenenfalls auch die Effekte der Rechtsformumwandlung eines Unternehmens in die Aktiengesellschaft enthalten sind.\(^\text{179}\)

**Bereich Liquidität und Finanzierung**

Dieser Bereich der Financial Due Diligence wird auch als finanzwirtschaftliche Due Diligence bezeichnet und beschäftigt sich mit der Finanzlage des Unternehmens. Es wird diesbezüglich eine Analyse der finanziellen Situation der Vergangenheit und der Gegenwart vorge-
nommen. Weiters wird der zukünftige Liquiditäts- und Kapitalbedarf des Unternehmens eingeschätzt.

Die geeignete Analysegrundlage hierbei ist die Kapitalflussrechnung. Es werden dabei die Bereiche der laufenden Geschäftstätigkeit, der Investitionstätigkeit und der Finanzierungstätigkeit untersucht. Durch diese Untersuchung sollen mögliche enthaltene Risiken aufgedeckt werden, da diese Risiken zu einer Beeinträchtigung der Nachhaltigkeit der Finanzierungslage führen können.\textsuperscript{180}

\begin{figure}[h]
\centering
\includegraphics[width=0.8\textwidth]{diagram.png}
\caption{Financial Due Diligence}
\end{figure}

\textbf{Abbildung 12: Financial Due Diligence}

\textbf{Die Untersuchungen einer finanziellen Due Diligence betreffen:}

- Eine Ermittlung der Stärken und Schwächen sowie der Chancen und Risiken
- Eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage in der Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft

\textsuperscript{180} Vgl. Brauner/Lescher [Financial Due Diligence II 2005], S. 399 – 403.
• Bei einem Unternehmenskauf umfasst sie auch die Ermittlung von den sich durch den Kauf ergebenen Erfolgspotentialen und Synergieeffekten\textsuperscript{181}

• Analyse der Finanzdaten der Vergangenheit, der Gegenwart und der Budgetzahlen für die nächsten drei bis fünf Jahre

• Analysen von Abweichungen und negativen Entwicklungen, die auf bestehende oder mögliche zukünftige Risiken hindeuten

• Bereinigung der Ist-Zahlen der Vergangenheit von außerordentlichen Ereignissen, um eine längerfristige Entwicklung des ordentlichen Ergebnisses darstellen zu können

• Vergleiche der Finanzdaten mit den Informationen aus anderen Unternehmensbereichen (z.B. Commercial Due Diligence, Legal Due Diligence) auf ihre Plausibilität\textsuperscript{182}

Daraus lassen sich die typischen Untersuchungsgegenstände einer Financial Due Diligence im Rahmen eines IPO ableiten:

\begin{tabular}{ll}
\textbf{Vergangenheitsanalyse} & \textbf{Gewinn- und Verlustrechnungen} \\
\begin{itemize}
\item Geschäftsentwicklung/-planung
\item Soll/Ist-Vergleiche
\item Review Bilanzen
\item Review GuV-Rechnungen
\item Review Jahresergebnisse
\item Review Prüfungs-/Abschlussberichte
\end{itemize} & \begin{itemize}
\item Umsatzentwicklung (Produkte/Regionen)
\item Aufwandsentwicklung (Produkte/Geschäftsbereiche)
\item Deckungsbeitragsrechnung
\item Kennzahlen (ROI)
\end{itemize} \\
\textbf{Jahresergebnisse/Vergangenheit} & \textbf{Planungsrechnung} \\
\begin{itemize}
\item Gesellschafterstruktur
\item Cash Flow Entwicklung
\item Rentabilitätskennziffern
\end{itemize} & \begin{itemize}
\item Planbilanzen
\item Plan-GuV
\item Plan-EBIT
\end{itemize}
\end{tabular}

Quelle: Maute \textit{[Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001]}, S. 361.

Abbildung 13: Untersuchungsgegenstände Financial Due Diligence

\textsuperscript{181} Vgl. Nieland \textit{[Financial Due Diligence 2001]}, S. 62.
\textsuperscript{182} Vgl. Benedek \textit{[Mergers & Acquisitions 2001]}, S. 72.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

62


5.3 Die Legal Due Diligence als Grundlage des Emissionsprospektes


185 Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 232.
Solche Risiken können unter anderem sowohl die juristische Ausgestaltung des Unternehmens in Bezug auf Rechtsform, Eigentumsverhältnisse, Gewinnverteilungen etc., aber auch die einzelnen Verträge, Vereinbarungen und Auflagen bzw. Genehmigungen, die mit verschiedenen externen Vertragspartnern, Mitarbeitern und Behörden abgeschlossen wurden, darstellen.\(^{188}\)

Im Detail bestehen die oben genannten juristischen Rahmenbedingungen aus folgenden Untersuchungspunkten: Unternehmensinterne Rechtsstrukturen (z.B. Rechtsgrundlagen der Zielgesellschaft), externe Rechtsstrukturen bzw. Rechtsgrundlagen der Geschäftstätigkeit und öffentlich-rechtliche Rahmenbedingungen.\(^{189}\)

**Rechtliche Gestaltung der Arbeitsverträge:** Für das Unternehmen können sich durch die rechtliche Gestaltung der Arbeitsverträge Risiken ergeben. Ziel der Legal Due Diligence ist es nun, diese Risiken aufzuzeigen um dann geeignete Absicherungsmaßnahmen treffen zu können.\(^{190}\)

**Unternehmensinterne Rechtsstrukturen:** Hierbei handelt es sich um

- **gesellschaftsrechtliche Belange**
- **vermögensrechtliche Belange**
- **vertragsrechtliche Belange.\(^{191}\)**

Zu den gesellschaftsrechtlichen Belangen zählt zum Beispiel **die Rechtgrundlage der Zielgesellschaft bzw. des Börsenkandidaten:** Bei diesem Punkt wird geprüft ob das Unternehmen nach den gesetzlichen Vorschriften gegründet wurde, das heißt es wird geprüft ob ein Gesellschaftsvertrag besteht und ob eine Eintragung ins Firmenbuch vorgenommen wurde.\(^{192}\)

**Externe Rechtsstrukturen:** Bei den externen Rechtsstrukturen geht es um Verträge, die das Unternehmen, welches an die Börse will, mit seiner Außenwelt abschließt.

---

\(^{188}\) Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 276.
\(^{189}\) Vgl. Brauner/Fritzsche [Due Diligence aus rechtlicher Sicht 1999], S.272, 275 und 277.
\(^{190}\) Vgl. Busse [Finanzwirtschaft 2003], S. 186.
\(^{191}\) Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 244.
\(^{192}\) Vgl. Fritzsche/Griese [Legal Due Diligence 2005], S. 467.
Dazu gehören

- Verträge mit Kunden, Lieferanten, Wettbewerbern
- Miet- und Pachtverträge
- Kooperationen/Allianzen
- Gewährleistungs- bzw. Garantievereinbarungen
- prozessuale Risiken.\(^{193}\)

 Diese Verträge, welche die Rechtsgrundlagen der Geschäftstätigkeit darstellen, werden auf eventuelle enthaltene Risiken, insbesondere auf die darin vorkommenden Gewährleistungs- und Haftungsregelungen (Normabweichungen, Schädigungen, Terminverzögerungen etc.), hin untersucht.

Öffentlich-rechtliche Rahmenbedingungen: Diese öffentlich-rechtlichen Rahmenbedingungen müssen für eine Ausführung der Unternehmenstätigkeit beachtet werden. Im Zuge der Legal Due Diligence wird nun das Vorliegen solcher Rahmenbedingungen geprüft.

Zu den öffentlich-rechtlichen Genehmigungen und Vorschriften zählt zum Beispiel die baurechtliche Nutzungsbehelfnis für die Unternehmenstätigkeit.

Weiters umfasst die Legal Due Diligence auch rechtliche Fragen bezüglich des Personals, der Vertriebsstrukturen, der Versicherungsverhältnisse, der gewerblichen Schutzrechte, der Urheberrechte und der Lizenzen.\(^{194}\)

Auch einige Sondertatbestände fallen in den Bereich der Legal Due Diligence. Hierzu gehören:

- behördliche Genehmigungen
- Rückzahlung von Subventionen/Zulagen/Beihilfen etc.
- strittige Verfahren
- nicht ausreichende Versicherungen

\(^{193}\) Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 244.

\(^{194}\) Vgl. Fritzsche/Griese [Legal Due Diligence 2005], S.471, 473, 475, 477, 480 und 481.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

- Risiken aus Haftungsübernahmen (Bürgschaften, Garantien)
- Risiken aus Arbeitsgemeinschaften/Konsortien (Leistungsabgrenzung, gesamtschuldnerische Haftung)
- Wettbewerbsvereinbarungen, kartellrechtlich relevante Absprachen.¹⁹⁵

Typische Untersuchungsgegenstände einer Legal Due Diligence im Vorfeld eines Börsenganges sind:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Innere Verfassung</th>
<th>Vermögensgegenstände</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Gesellschaftsverfassung/ Beteiligungsstruktur</td>
<td>Betriebsanlagen</td>
</tr>
<tr>
<td>Verbundene Unternehmen/ Beteiligungen</td>
<td>Eigentumsverhältnisse</td>
</tr>
<tr>
<td>Betriebsstätten</td>
<td>immaterielle Vermögensgegenstände</td>
</tr>
<tr>
<td>Geschäftsjetrieb</td>
<td>Kartellrecht/Wettbewerbsrecht</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Vertragliche Beziehungen

- Gesellschafts- und Unternehmensverträge (Beteiligungen)
- Verträge mit Lieferanten und Abnehmern
- Allgemeine Geschäftsbedingungen
- Kreditverträge
- Factoringverträge
- öffentliche Förderungen/Zuschüsse
- Bürgschaften/Garantieverpflichtungen/Sicherheitsleistungen
- Verträge mit dem Personal
- Miet-, Pacht-, Leasing- und Beraterverträge
- gewerbliche Schutzrechte
- Versicherungsschutz
- Haftungs- und Prozessrisiken
- Umweltrisiken

Quelle: Maute [Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001], S. 362.

Abbildung 14: Untersuchungsgegenstände Legal Due Diligence

¹⁹⁵ Vgl. Pack [Due Diligence 2000], S. 245.
Durchgeführt wird die Legal Due Diligence in den meisten Fällen von einem spezialisierten Rechtsberater. Der Rechtsberater stellt eine Legal Opinion und einen Disclosure Letter aus, nachdem er die rechtliche Überprüfung des Unternehmens beendet hat.

In der Legal Opinion bestätigt der Rechtsberater bestimmte Aspekte im Zusammenhang mit der Rechtmäßigkeit und Wirksamkeit des öffentlichen Wertpapierangebots\textsuperscript{196}.

Im Disclosure Letter bescheinigt er die Richtigkeit und die Vollständigkeit der Angaben, welche der Emissionsprospekt enthält\textsuperscript{197}.

Wertpapiere, die in den amtlichen Börsenhandel eingeführt werden sollen benötigen nach § 36 Abs. 1 BG grundsätzlich eine Zulassung. Diesem Zulassungsantrag ist ein Börsenzulassungs- bzw. Emissionsprospekt beizufügen\textsuperscript{198}.

Der Emissionsprospekt enthält Informationen über das betreffende Wertpapier und den Emittenten, sprich das Unternehmen, welches an die Börse geht. Die im Prospekt enthaltenen Informationen werden von der zuständigen Börsenzulassungsstelle geprüft. Dies ist für den Emittenten bedeutsam, da er für die Richtigkeit der Angaben im Emissionsprospekt haftet\textsuperscript{199}.

Die Prospekthaftung tritt dann ein, wenn der Prospekt unrichtig oder unvollständig ist. Unrichtigkeit bedeutet, dass Tatsachen objektiv falsch wiedergegeben wurden, sprich gemacht Angaben nicht der Wahrheit entsprechen.

Bei der Unvollständigkeit fehlen wesentliche, für die korrekte Beurteilung der Emission und des Emittenten notwendige Angaben im Prospekt\textsuperscript{200}.

Die gewonnenen Erkenntnisse aus der rechtlichen Due Diligence werden in dem Emissionsprospekt veröffentlicht. Durch diese Veröffentlichung der Chancen und Risiken kann die Prospekthaftung durch den Anleger nicht mehr geltend gemacht werden.

Weiters gehen die Ergebnisse auch in die vertragliche Dokumentation zwischen dem Zielunternehmen und der Investmentbank ein\textsuperscript{201}.

\textsuperscript{196} Eine wesentliche Aussage ist, dass die Gesellschaft eine Aktiengesellschaft ist, die ordnungsgemäß gegründet und im Firmenbuch eingetragen ist.

\textsuperscript{197} Vgl. Nägeli [Due Diligence 2005], S. 590.

\textsuperscript{198} Vgl. Busse von Colbe/Pellens [Lexikon des Rechnungswesens 1998], S. 139.

\textsuperscript{199} Vgl. Jungblut et al. [WISO 1998], S. 56.

\textsuperscript{200} Vgl. Zacharias [Börseneinführung 2000], S. 226.

\textsuperscript{201} Vgl. Buss/Witte [Due Diligence 1999], S. 356.
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

5.4 Bedeutung und Funktion der Due Diligence beim Börsengang

Die vorbereitenden Maßnahmen im Rahmen eines geplanten Börsenganges umfassen meistens eine eingehende Untersuchung und Analyse des Unternehmens, kurz gesagt, eine Due Diligence Prüfung. Eine solche Prüfung erfüllt gleich mehrere Zwecke für die am Börsengang Beteiligten.\(^\text{202}\)

Grundsätzlich werden Unternehmen die kurz vor der Börseneinführung stehen, mit der Sorgfaltsprüfung auf ihre Börsenreife hin untersucht. Für das betreffende Unternehmen kann diese Untersuchung einen Vorteil darstellen, da der Wert des Unternehmens konkretisiert wird. Dadurch kann der Erlös aus der Börseneinführung optimiert werden.\(^\text{203}\)

Das Ergebnis der Due Diligence sollte für die Emissionsbanken, für die Investoren und für die sonstigen Emissionsbegleiter die entweder vorhandene oder noch nicht vorhandene Börsenreife des Börsenkandidaten bestätigen.\(^\text{204}\)

Unter dem Begriff Börsenreife sind Anforderungen zu verstehen, die vom Kapitalmarkt, von den Investoren oder auch von den Banken an das emittierende Unternehmen gestellt werden. Die Börsenreife stellt somit zum einen die Kapitalmarktfähigkeit des Emittenten dar. Zum anderen stellt sie jene Kriterien dar, anhand derer die Investoren ihre Anlageentscheidung treffen.\(^\text{205}\)

Wenn folgende Faktoren gegeben sind, kann ein Unternehmen als börsenreif bezeichnet werden:

- Betätigung des Unternehmens in einem möglichst stark wachsenden Markt
- möglichst hohe Wachstumsraten bei Umsatz und – zumindest künftig – Gewinn
- erfahrene, mit operativen Stärken und strategischen Visionen ausgestattetes Management
- möglichst nachhaltige Wettbewerbsvorteile/Alleinstellungsmerkmale/USPs z.B. durch Patente, Verfahren, Schlüssel-Know-how
- Vorlage einer plausibel nachvollziehbaren Business-Planung

\(^\text{202} Vgl. Singhof/Weber [Börsengang 2005], S. 98.\)
\(^\text{203} Vgl. Busse [Finanzwirtschaft 2003], S. 184.\)
\(^\text{204} Vgl. Zacharias [Börseneinführung 2000], S. 253.\)
\(^\text{205} Vgl. Kramer [Börseneinführung 2000], S. 160.\)
Die Rolle von Due Diligence Prüfungen vor Börsengängen

- ausgefeiltes Finanz-/Rechnungswesen und –Reporting sowie Controlling
- ein im Vergleich zu Wettbewerbern klar abgegrenztes Produkt-/Dienstleistungs-/Unternehmens-Profil.206

Eine Due Diligence Prüfung stellt im weitesten Sinne ein betriebswirtschaftlich fundiertes Unternehmensgutachten dar. Durch so eine Prüfung und durch die daraus gewonnenen Daten kann daher weiters eine Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung geschaffen werden.207

Eine weitere wesentliche Funktion der Due Diligence ergibt sich aus der Verpflichtung, im Rahmen des öffentlichen Angebots und der Börsenzulassung von Wertpapieren einen Prospekt zu veröffentlichen.208

Der Börsenprospekt dient aber nicht nur der Zulassung zur Börse, sondern auch als Entscheidungshilfe für den potentiellen Anleger. Dieser trifft seine Entscheidung zur Investition auf Basis der im Emissionsprospekt angegeben Informationen. Aus diesem Grund muss der Inhalt (tatsächliche und rechtliche Verhältnisse des Unternehmens) des Prospektes vollständig sein und der Wahrheit entsprechen. Ist dies nicht der Fall, so wird der, der den Prospekt erstellt hat, zur Haftung herangezogen. Folglich ist es ratsam, obwohl nicht gesetzlich vorgeschrieben, eine Due Diligence Prüfung zur Überprüfung der Informationen durchzuführen.209

Gleichzeitig kann so auch eine genaue und umfangreiche Beschreibung des Unternehmens im Börsenzulassungsprospekt erfolgen. Diese Darstellung des Unternehmens im Börsenzulassungsprospekt ist vor allem, wie vorhin erwähnt, für die Investoren wichtig, da es ihnen dadurch möglich ist, die Chancen und Risiken der Aktienanlage zu beurteilen.210

Zusammengefasst kann man also sagen, dass die Due Diligence, bezogen auf den Emissionsprospekt, die Grundlage für die Prospektestellung ist, und dass sie zugleich auch dem Ausschluss bzw. der Minderung der Propekthaftungsrisiken dient.

208 Vgl. Nägele [Due Diligence 2005], S. 588.
Des Weiteren ist es durch eine Sorgfaltspflüfung möglich, erkannte Missstände bzw. Risiken noch vor der Veröffentlichung des Prospektes zu beseitigen und deren Offenlegung somit zu verhindern.211

So werden in der Praxis zum Beispiel bei einer Legal Due Diligence häufig Unregelmäßigkeiten bei in der Vergangenheit durchgeführten Kapitalerhöhungsmaßnahmen festgestellt. Weitere, häufig auftretende Fehlerquellen sind unerkannt gebliebene Genehmigungserfordernisse bei Vertragsabschlüssen zwischen Gesellschaft und Organmitgliedern sowie die ungenügende Ausgestaltung bzw. versäumte Aktualisierung Allgemeiner Geschäftsbedingungen in Liefer- und Vertriebsverträgen.212

6 Kritische Betrachtung und Grenzen einer Due Diligence


Geheimhaltungsbedarf

In den meisten Fällen verlangt der Unternehmer des Unternehmens, welches an die Börse will, vor der Offenlegung der Unterlagen für eine Due Diligence Prüfung eine „Vertraulichkeitserklärung“. In dieser Erklärung werden z.B. die vertrauliche Behandlung von offenlegten Unterlagen, die Rückgabe von Unterlagen nach Abschluss der Sorgfaltspflüfung und die abgestimmte Information von Dritten geregelt.

Trotz des Vorhandenseins einer solchen Vertraulichkeitserklärung wird manchmal für bestimmte Informationen214, welche besonders wichtig für das Unternehmen sind, die Einsichtnahme verwehrt.215

211 Vgl. Nägele [Due Diligence 2005], S. 589.
212 Vgl. Honrath, Going Public, S. 38.
213 Vgl. Kranebitter [Due Diligence 2002], S. 42 – 43.
214 Z.B. Kundenlisten, technische Spezifikationen, Rezepturen, Kalkulationsunterlagen, Einkaufskonditionen.
Die Rolle von Due-Diligence-Prüfungen vor Börsengängen

Störung des Unternehmensablaufs


Verweigerung von Einsichtnahmen

Eine Sorgfaftsprüfung stellt einen äußerst sensiblen Prozess dar. Der Interessent des börsfähigen Unternehmens erhält Zugang zu unternehmensinternen vergangenheitsbezogenen Daten sowie zu zukünftigen Marktprognosen und strategischen bzw. operativen Konzepten und Innovationen.

Manche Börsenkandidaten verweigern daher den potenziellen Aktienkäufern die Einsichtnahme in die Ergebnisse der Due Diligence Prüfung. Die Unternehmen begründen dies mit den Geheimhaltungsinteressen des Unternehmens und speziellen Geheimhaltungsregeln. Die Literatur vertritt hierzu die Meinung, dass die Einsichtnahme gestattet werden soll.

Weiters gibt es gewisse Grenzen die bei einer Due Diligence vor einem Börsengang auftreten können:

Oftmals bestehen die Grenzen der Due Diligence in der zur Verfügung stehenden Zeit. Diese Zeit ist oft sehr knapp bemessen, was bedeutet, dass sich die Gutachter bei der Durchführung der Due Diligence beeilen müssen.

Der Zeitdruck entsteht durch die Abhängigkeit weiterer Termine und Entscheidungen von dem Due Diligence Bericht, welcher einen wichtigen Baustein im Börseneinführungsprozess darstellt. Von großer Bedeutung ist daher, dass der vorher vereinbarte Zeitplan genau eingehalten wird und keine Verzögerungen auftreten. In der Termintreue spiegelt sich somit auch die Qualität des Due Diligence Teams wider.

215 Vgl. Kranebitter [Due Diligence 2002], S. 43.
216 Vgl. Kranebitter [Due Diligence 2002], S. 44.
217 Vgl. Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000], S. 258.
218 Z.B. Bankgeheimnis
219 Vgl. Kranebitter [Due Diligence 2002], S. 45.
In der Praxis tritt bei der Einhaltung des Zeitplans häufig das Problem auf, dass zu dem Ter-
min, zu dem die Prüfung beginnen soll, die erforderlichen Unterlagen für die Durchführung
von Seiten des Börsenkandidaten noch nicht fertig zusammengestellt sind. Dies verzögert
dann den gesamten Due Diligence Prozess und führt so zu einem erhöhten Zeitaufwand für
die Durchführung. Der Prüfer kann nämlich den Prüfungsprozess erst abschließen, wenn er
über sämtliche benötigte Unterlagen verfügen kann.\footnote{Honrath, Going Public 2006, S. 40.}

Des Weiteren treten bei Due Diligence Prüfungen bei Börsenkandidaten für den Neuen Markt
manchmal Schwierigkeiten bei der Einschätzung und Beurteilung der Planungsrechung im
Bezug auf ihre Plausibilität hin auf. Dies kann zum einen daran liegen, dass die Unterneh-
mensstrategie und das Geschäftsfeld neu sind und es daher an zuverlässigen Daten zur Über-
prüfung fehlt. Zum anderen ist eine Analyse der zukünftigen Vermögens-, Ertrags- und Fi-
nanzlage auf Basis von Vergangenheitsdaten als Grundlage für eine Unternehmensbewertung
bei Wachstumsunternehmen nicht möglich, weil es noch keine vergangenheitsbezogenen Da-
ten gibt.\footnote{Haarbeck [Externe Due Diligence 2001], S. 105.}

7 Resümee

Der Börsengang, auch bezeichnet als Going Public oder Initial Public Offering, stellt den
erstmaligen Gang eines Unternehmens an die Börse dar. Es werden dabei Anteile am Unter-
nehmen in Form von Aktien am Kapitalmarkt ausgegeben, damit sich die Anleger am Unter-
nehmen beteiligen können.

Ein Börsengang ist für das betreffende Unternehmen ein wichtiger Schritt, dessen Gelingen
von vielen Faktoren abhängig ist. Aus diesem Grund ist es von großer Bedeutung, dass ein
Börsengang genauestens geplant, vorbereitet und durchgeführt wird.

Die vorbereitenden Maßnahmen im Rahmen eines geplanten Börsenganges umfassen meis-
tens eine eingehende Untersuchung und Analyse von qualitativen und quantitativen Informa-
tionen und Daten des Unternehmens, kurz gesagt, eine Due Diligence Prüfung.
Der Begriff Due Diligence bedeutet übersetzt erforderliche bzw. angemessene oder gebühren-de Sorgfalt und hat zum Ziel ein aussagefähiges und ganzheitliches Bild von dem betreffenden Unternehmen zu vermitteln.

Bezogen auf einen Börsengang werden unter der Due Diligence Prüfung die Phase des Informationsaustausches und die Überprüfung der Grundlagen für einen Börsengang verstanden. Durch solche eine Überprüfung sollen die wirtschaftlichen, steuerlichen und juristischen Chancen und Risiken, die eventuell mit einem Going Public verbunden sind, aufgezeigt werden. Gleichzeitig erleichtert die Due Diligence so die Entscheidungsfindung für den Anleger.


Die Durchführung einer Due Diligence Prüfung vor einem geplanten Börsengang beruht auf freiwilliger Basis, dass heißt sie ist nicht gesetzlich vorgeschrieben und stellt auch keine formale Notwendigkeit im Rahmen des Börsenzulassungsverfahrens dar. Dennoch wird sie oft-mals durchgeführt, da eine Due Diligence Prüfung gleich mehrere Zwecke für die am Börsengang Beteiligten erfüllt:

Grundsätzlich werden Unternehmen, die kurz vor der Börseneinführung stehen, mit der Sorgfaltsprüfung auf ihre Börsenreife hin untersucht. Die Börsenreife stellt eine der Voraussetzungen für die Börseneinführung eines Unternehmens dar. Zudem ist die vorhandene Börsenreife wichtig um die Anleger von der Werthaltigkeit der angebotenen Aktien überzeugen zu können. Um dies zu erreichen werden die relevanten Unternehmenskennzahlen bekannt gegeben und die mit der Geschäftstätigkeit des Börsenkandidaten verbundenen Chancen und Risiken dargestellt. Die dazu benötigten Daten werden im Rahmen der Due Diligence ermittelt. Das Ergebnis der Due Diligence sollte dann für die Emissionsbanken, für die Investoren und für die sonstigen Emissionsbegleiter die entweder vorhandene oder noch nicht vorhandene Börsenreife des Börsenkandidaten bestätigen.
Weiters kann die Untersuchung für das betreffende Unternehmen einen Vorteil darstellen, da der **Wert des Unternehmens konkretisiert** wird und dadurch wird dann auch der Erlös aus der Börseneinführung optimiert.


Eine weitere wesentliche Funktion der Due Diligence ergibt sich aus der Verpflichtung, im Rahmen des öffentlichen Angebots und der Börsenzulassung von Wertpapieren einen Prospekt zu veröffentlichen.

Der Börsenprospekt dient aber nicht nur der Zulassung zur Börse, sondern auch als Entscheidungshilfe für den potentiellen Anleger. Dieser trifft seine Entscheidung für oder gegen die Investition auf Basis der im Emissionsprospekt angegeben Informationen. Aus diesem Grund muss der Inhalt (tatsächliche und rechtliche Verhältnisse des Unternehmens) des Prospektes vollständig sein und der Wahrheit entsprechen. Ist dies nicht der Fall, so tritt die Prospekthaftung ein. Das heißt, der, der den Prospekt erstellt hat, wird zur Haftung herangezogen. Folglich ist es ratsam eine Due Diligence Prüfung zur Überprüfung der Informationen durchzuführen um sich gegen die Prospekthaftungsrisiken abzusichern und diese zu minimieren.

Gleichzeitig kann durch eine Due Diligence Prüfung die Grundlage für eine genaue und umfangreiche **Beschreibung** des Unternehmens im Börsenzulassungsprospekt erfolgen. Diese Darstellung des Unternehmens im **Börsenzulassungsprospekt** ist vor allem, wie vorhin erwähnt, für die Investoren wichtig, da es ihnen dadurch möglich ist, die Chancen und Risiken der Aktienanlage zu beurteilen.

Des Weiteren ist es durch eine Sorgfaltspflichtigung möglich, **erkannte Missstände bzw. Risiken** (z.B. Unregelmäßigkeiten bei durchgeführten Kapitalerhöhungen) **noch vor der Veröffentlichung des Prospektes zu beseitigen** und deren Offenlegung somit zu verhindern.

Die zwei wichtigsten Untersuchungsfelder bei einem Going Public sind die Financial Due Diligence und die Legal Due Diligence.
Die **Financial Due Diligence** spielt bei der **Bestimmung des Emissionskurses** eine Rolle. Mit Hilfe der Financial Due Diligence lässt sich der Ist-Zustand des emittierenden Unternehmens ermitteln, wodurch wiederum eine Grundlage für die Wertermittlung des Unternehmens geschaffen wird.

Ebenso kann mit dieser Art der Due Diligence eine Aussage über die nachhaltige Ausschüttungsfähigkeit und über die Plausibilität der Planungsrechnung getroffen werden.

Die Bewertung der Planungsrechnung und ihre Plausibilitätsüberprüfung bilden die Grundlage für die Ermittlung des Emissionskurses. Die Planungsrechnung bestimmt nämlich den Wert des Unternehmens und somit hat sie in weiterer Folge auch einen Einfluss auf den Emissionskurs.

Die Ausschüttungsfähigkeit des Unternehmens ist deshalb relevant, da sie nach einem erfolgten Börsengang einen nicht unwesentlichen Einfluss auf den Aktienkurs hat. Werden nämlich die Erwartungen der Anleger bezüglich der Dividenden nicht erfüllt, so schlägt sich dies sogleich in einem fallenden Kurs nieder.

Die **Legal Due Diligence** bildet die **Grundlage für die Erstellung des Emissionsprospektes**.


Die gewonnenen Erkenntnisse aus der rechtlichen Due Diligence werden in dem Emissionsprospekt veröffentlicht und somit kann die Prospekthaftung durch den Anleger nicht mehr geltend gemacht werden.

**Kritisch anzumerken wäre**, dass die Durchführung einer Due Diligence vor einem geplanten Börsengang sich störend auf den normalen Unternehmensablauf auswirkt. Dies zeigt sich zum einen darin, dass die Mitarbeiter, die für die Informationsbereitstellung verantwortlich sind, für die Ausübung ihrer üblichen Tätigkeiten keine Zeit mehr haben. Zum anderen werden die Mitarbeiter durch die Durchführung einer Due Diligence mit dem Umstand des beabsichtigten Börsenganges konfrontiert. Dies kann zu Verunsicherungen auf Seiten der Mitarbeiter führen.

Ein weiter wichtiger Kritikpunkt ist, dass die Prognose der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens auf der Analyse und Bewertung von Vergangenheitsdaten beruht.
Literaturverzeichnis

Bücher und Sammelwerke:

Albeseder [Tax Due Diligence 2001]

Bauer/ Von Steinau-Steinrück [Arbeitsrechtliche Due Diligence 2002]

Benedek [Mergers & Acquisitions 2001]

Berens [Due Diligence 2005]

Berens [Due Diligence 1999]

Berens et al. [Planung und Durchführung 2005]

Berens et al. [Due Diligence 2005]

Berens/Strauch [Herkunft Due Diligence 2005]

Blättchen [Börsengang 2000]
Brauner/Fritzsche [Due Diligence aus rechtlicher Sicht 1999]

Brauner/Grillo [Strategic Due Diligence 2005]

Brauner/Lescher [Financial Due Diligence II 2005]

Buss/Witte [Due Diligence 1999]

Busse [Finanzwirtschaft 2003]

Busse von Colbe/Pellens [Lexikon des Rechnungswesens 1998]

Edelmann [Going Public 2003]

Ehlers/Jurcher [Der Börsengang 1999]

Fiala [Gründe für eine Börseneinführung 1999]

Fritzsche/Griese [Legal Due Diligence 2005]

Gerke [Börsenlexikon 2002]
Gintenreiter [Anlässe Due Diligence 2002]

Gintenreiter [Zweck Due Diligence 2002]

Grupp [Börseneintritt 1995]

Haarbeck [Externe Due Diligence 2001]
URL: http://books.google.at

Heidinger/Graf [Due Diligence 2001]

Janeba-Hirtl/Höbart [Venture Capital Finanzierung 2003]

Jansen [Mergers & Acquisitions 2001]

Jungblut et al. [WISO 1998]

Kay-Schanz [Recht des Börsenganges 2000]

Kecker [Steuerliche Due Diligence 2001]

Kiefner [Konzernumbildung 2005]
Koch/Menke [IT Due Diligence 2005]

Koch/Wegmann [Praktikerhandbuch Due Diligence 2002]

Koch/Wegmann [Börseneinführung 2000]

König/Zorn [Umwelt Due Diligence 2001]

Kramer [Börseneinführung 2000]

Kranebitter [Due Diligence 2002]

Küffer [Der Gang eines Unternehmens an die Börse 1992]

Kunzmann [Organisation und Durchführung – Kosten 2002]

Leitinger et al. [Venture Capital und Börsengänge 2000]

Löhr [Börsengang 2000]

Luschin et al. [Der Gang an die Börse 2004]
Maute [Erfolgreich die Due Diligence überstehen 2001]

Nägele [Due Diligence 2005]

Nieland [Financial Due Diligence 2001]

Oberleitner [Kulturelle Due Diligence 2001]

Pack [Due Diligence 2000]

Picot [Due Diligence beim IPO 2001]

Preschern/Wintersberger [Commercial Due Diligence 2002]

Reicheneder [Mergers und Acquisitions 1992]

Rockholtz [Akquisitionsmanagement 1999]

Rödl/Zinser [Going Public 2000]

Scott [Due Diligence 2001]
Scott [Kulturelle Due Diligence 2001]

Sebastian et al. [Market Due Diligence 2005]

Singhof/Weber [Börsengang 2005]

Steinmüller [Environmental Due Diligence 2002]

Thommen [Lexikon der Betriebswirtschaft 2004]

Untergrabner/Ehrenhöfer [Strategische Finanzierung 2004]

Unterköfler [Human Resource Due Diligence 2002]

Vogel [M & A 2002]

Wiesmann et al. [Ablauf eines IPO 2001]

Wirtz [M & A Management 2004]

Zacharias [Börseneinführung 2000]
Zeitschriften:

Blättchen/Nespethal, Going Public 2008
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=920120_ZECO_0&WID=15522-6000959-23827_183

Blöcher/Glaum, DBW 65 2005
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=93054_ZECO_0&WID=15522-6000959-23827_151

Fey/Kuhn, Finanz Betrieb 2008

Honrath, Going Public 2006
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=220181_ZECO_0&WID=15522-6000959-23827_147

Koch/Wegmann, Going Public 2004
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=318824_ZECH_0&WID=15522-6000959-23827_168

Middelhoff, M & A Review 2007
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=849506_ZGEN_0&WID=15522-6000959-23827_117

o.V., Finanz Betrieb 2006
o.V., VDI 2009
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=1415784_ZGEN_0&WID=15522-6000959-23827_233

Tigges, Finanz Betrieb 2005

Uebelhart/Jaggi, Der Schweizer Treuhänder 2006
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=293211_ZECO_0&WID=15522-6000959-23827_136

Volk, Immobilien & Finanzierung 2009
URL: http://www.wisonet.de/webcgi?START=A60&DOKV_DB=ZWIW&DOKV_NO=BLISA924A8035BE8D27E52F558DB6140274&DOKV_HS=0&PP=1

Wessel, Going Public 2009
URL: http://www.wisonet.de/r_zwiw/webcgi?START=A20&DOKM=1264589_ZECO_0&WID=15522-6000959-23827_235

Internetquellen:

Bibliographisches Institut & F.A. Brockhaus AG [IPO 2005-2009]
URL: http://www.brockhaus-encyklopaedie.de/be21_article.php?document_id=0x06beabd5f@be

URL: http://www.brockhaus-encyklopaedie.de/be21_article.php?document_id=0x05788fe4@be
Bibliographisches Institut & F.A. Brockhaus AG [Börse 2005-2009]
URL: http://www.brockhaus-encyklopaedie.de/be21_article.php?document_id=0x213201a4@be

URL: http://www.brockhaus-encyklopaedie.de/be21_article.php?document_id=0x017d5609@be
Datum des Downloads: 01. Oktober. 2009
Anhang 1: Teilbereiche und Struktur einer Due Diligence

Strategic Due Diligence
Geschäftspolitische Zielsetzungen und Gesamtstrategie
Strategische Geschäftseinheiten des Zielunternehmens
Strategische Auswirkungen durch den Börsengang

Financial & Tax DD
Systeme und Organisation des Rechnungswesens
Jahres- und Planabschlüsse
Steuerliche Analyse
Analyse des internen Rechnungswesens

Legal DD
Interne Rechtsstrukturen
Externe Rechtsstrukturen
Rechtsstreitigkeiten

Marketing DD
Informationen zur Branche
Absatz
Kunden
Produkte
Preise usw.

Technical DD
Leistungserstellung
Beschaffung von Einsatzgütern
Forschung und Entwicklung

Environmental DD
Produkte bzw. Produktionsprozesse
Altlasten
Luft
Wasser
Gefahrstoffe
Abfall

HR DD
Management
Mitarbeiter

Commercial & IT DD
Organisation
Informationstechnologie

Quelle: In Anlehnung an Berens [Due Diligence 2005], S. 832.

Abbildung 15: Aufbau der Checklisten
Anhang 2: Checkliste Financial & Tax Due Diligence

1 Systeme und Organisation des Rechnungswesens

• Name(n) und Adresse(n) der Wirtschaftsprüfer der Gesellschaft
• Auswertung der Berichte von Prüfungsinstitutionen
  • Prüfungsberichte und Management Letter des Wirtschaftsprüfers
  • Berichte der internen Revision

• Beschreibung und Analyse der Buchhaltungs-, Berichts- und Budgetierungssysteme
  • Werden in diesen Bereichen angemessene Verfahren verwendet, die eine intertemporale Vergleichbarkeit gewährleisten?
  • Vergleich des Sollzustandes des Rechnungswesens der Zielunternehmung mit dem Ist-Zustand zur Ermittlung eines eventuellen Reorganisationsbedarfs
  • Bestimmung der Kompatibilität der Rechnungswesensysteme mit denen der Erwerbsgesellschaft zur Abschätzung der voraussichtlichen Integrationskosten

2 Analyse der Jahres- und Planabschlüsse

• Für die Analyse zu beschaffende Unterlagen
  • Jahresabschlüsse der letzten fünf Jahre
  • Eventuell Konzernabschlüsse der letzten drei Jahre
  • Aktueller Zwischenabschluss (unter Berücksichtigung eventueller saisonaler Einflüsse)
  • Kapitalflussrechnungen, Cashflow-Aufstellungen und Spartenergebnisrechnung
  • Planungsrechnungen für die nächsten 3-5 Jahre

• Vorbereitende Untersuchungen und Tätigkeiten
  • Überprüfung, nach welcher Rechnungslegungssystematik der Jahresabschluss aufgestellt wurde (UGB)
  • Evtl. Transformation in die Rechnungslegungsvorschriften, nach denen der (Konzern-) Abschluss des Erwerberunternehmens dargestellt ist.
  • Überprüfung, ob Vollständigkeitserklärungen für Bilanzen und Erfolgsrechnungen vorliegen
• Überprüfung, ob Buchführung, Bewertung und Bilanzierung ordnungsgemäß nach den maßgeblichen Rechnungslegungsvorschriften durchgeführt wurden

• Bilanz
• Analyse der Vermögensgegenstände der Gesellschaft

• Anlagevermögen
  • Grundsätzlich: Abschätzung des Umfangs stiller Reserven, insbesondere in nicht betriebsnotwendigen Grundstücken und nicht strategisch relevanten Finanzanlagen

• Immaterielles Anlagevermögen
  Erfindungskomplexe / Patentfamilien (mit Verfalldatum)
  Liste der inländischen / ausländischen Anmeldungen
  Anteil der benutzten Anmeldungen
  Warenzeichen und Warenzeichenanmeldungen
  Lizenzen für gewerbliche Schutzrechte als Lizenzgeber
  Lizenzen für gewerbliche Schutzrechte als Lizenznehmer
  Geschmacks- und Gebrauchsmuster der Gesellschaft
  Konzessionen
  Urheberrechte
  Bewertung des nicht bilanzierten immateriellen Anlagevermögens

• Sachanlagevermögen
  Schätzung des Immobilienwertes der Grundstücke und Gebäude
  Untersuchung der grundstücksgleichen Rechte (z.B. Erbbaurechte) der Gesellschaft
  Liste aller öffentlich-rechtlichen Belastungen dieser Grundstücke
  Übersicht über das übrige Sachanlagevermögen (Zugangsjahr, AK/HK, Nutzungsdauer, Restbuchwert)
  Abgleich mit der Anlagenkartei
  Überprüfung der Ansatzhöhe aktiver Eigenleistungen
  Analyse des (Sach-)Anlagevermögens auf seine Altersstruktur zur Identifizierung eines möglicherweise vorliegenden Investitionsrückstaus
  Umfang des Sachanlagevermögens, das dem Unternehmen aufgrund von Leasingverträgen zur Verfügung steht
Auswirkungen der unterschiedlichen Bilanzierung von Leasinggegenständen in verschiedenen Rechnungslegungssystemen (UGB), z.B. auf die Bilanzrelationen:

- Umfang und Art der Finanzanlagen

- Umlaufvermögen
  - Bewertung der Vorräte
    Überprüfung der Anschaffungs- und Herstellungskosten
    Evtl. Vornahme von Wertabschlägen (Ladenhüter, Überbestände)
    Vornahme von Zuschreibungen
    Anteil der auftragsgebundenen Vorräte am Ende des letzten Geschäftsjahres
  - Analyse des Forderungsbestandes
    Angemessenheit der vorgenommenen Pauschalwertberichtigungen
    Angemessenheit der vorgenommenen Einzelwertberichtigungen
    Höhe des Wechselbestandes
  - Saldenbestätigungen über Wertpapiere des Umlaufvermögens
  - Saldenbestätigungen über Guthaben bei Kreditinstituten
  - Kassen-, Sortenbestand
  - Überprüfung, wie der Devisenbestand bewertet wurde
  - Identifikation offener Fremdwährungspositionen

- Analyse des Eigenkapitals und der Schulden der Gesellschaft

- Analyse der Eigenkapital- und eigenkapitalähnlichen Positionen
  - Ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital

- Untersuchung der Rückstellungen, insbesondere
  - Gewährleistungsrückstellungen
  - Pensionsrückstellungen

- Untersuchung der Verbindlichkeiten
  - Begebene Anleihen, Commercial Papers o. ä.
  - Übersicht über die Verbindlichkeiten bei Kreditinstituten
  - Höhe (Saldenbestätigung)
  - Laufzeiten
• Konditionen
• Begebene Sicherheiten
• Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung
• Untersuchung des Zahlungsverhaltens der Zielgesellschaft

• Umfang der Haftungsverhältnisse und sonstigen finanziellen Verpflichtungen

• Ergebnisrechnung
  • Aufgliederung der Ergebnisentwicklung nach Geschäftsfeldern, Produkten und Regionen.
  • Erträge aus Finanzanlagen, Zinserträge
  • Erträge aus Gewinnabführungsverträgen o. ä.
  • Aufwands- und Kostenanalyse
  • Ermittlung von Ursachen der Abweichung gegenüber den ursprünglichen Planwerten
  • Erhöhung/Verminderung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen
  • Wie wurden die Bestandsveränderungen bewertet?

• Kennzahlengestützte Jahresabschlussanalyse
  • Vergleich wichtiger Kennzahlen über die Zeit, mit dem Käuferunternehmen und den Konkurrenten der Zielgesellschaft, u. a.:
    Anlagendeckung
    Entwicklung der Sachanlagenintensität
    Eigenkapitalquote
    Umschlagshäufigkeit der Vorräte
    Umschlagshäufigkeit der Forderungen
    Kapitalumschlagshäufigkeit
    Innenfinanzierungskraft
    Dynamischer Verschuldungsgrad
    Entwicklung der Umsatzrentabilität
    Materialintensität
    Personalintensität
Anhang

Finanzergebnisquote

- **Analyse des Anhangs**
  - Wie wurden Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte angewendet?
  - Überprüfung, ob die Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte im betrachteten Zeitraum unverändert angewendet wurden und Identifikation von Gründen eventueller Diskontinuität.

- **Analyse des Lageberichtes**
  - Geschäftsverlauf und voraussichtliche Entwicklung
  - Risiken der künftigen Entwicklung, Entwicklung des F&E-Bereiches

- **Überprüfung der Planungsrechnungen** auf Verlässlichkeit und Plausibilität unter Berücksichtigung der Motive und Ziele, die im Rahmen des Börseneinführungsprozesses bzw. des Akquisitionsprozesses von den einzelnen Planungsabteilungen verfolgt werden.
  - **Betrachtung und Planungsgüte in der Vergangenheit durch Plan-Ist-Vergleich**
  - **Untersuchung des Planungsprozesses**
    - Wie werden Planungen erstellt?
    - Auf welcher Informationsgrundlage basieren die Planungen?
  - **Plausibilitätsuntersuchungen der zugrunde liegenden Prämissen, u. a. durch Abgleich mit den Ergebnissen der anderen Audits**
  - **Anwendung der Szenariotechnik und von Sensitivitätsanalysen bei wichtigen Parametern, um mögliche Auswirkungen auf die Ergebnisentwicklung zu prognostizieren**
  - **Untersuchung der Teilpläne, die den Planungsrechnungen zugrunde liegen**

3 **Steuerliche Analyse**

- **Allgemeines**
  - Adresse des für die Gesellschaft zuständigen Finanzamtes
  - Steuernummer der Gesellschaft
  - Name(n) und Adresse(n) der Steuerberater der Gesellschaft
  - Verfügt Zielgesellschaft über steuerliche Privilegien? Werden diese von der Akquisition tangiert?
  - Liegt eine Steuerplanung vor?
  - Wurden die Steuererklärungen richtig und fristgemäß eingereicht?
• Jahr der letzten Betriebsprüfung, jeweils nach Steuerarten
• Betrag der Beanstandungen und Art der Berichtigungen der letzten Betriebsprüfung
• Analyse steuerlicher Organschaftsverhältnisse im Hinblick auf KSt, GewSt und USt

• **Steuerliche Risiken**
  • Untersuchung der Steuererklärungen und -bilanzen der Jahre nach der letzten Betriebsprüfung auf mögliche steuerliche Verpflichtungen, für die keine (ausreichenden) Rückstellungen gebildet wurden.
  • Überprüfung, ob die Überwälzung möglicher Steuerrisiken auf den Veräußerer möglich und sinnvoll ist (z.B. durch Garantieklause im Kaufvertrag)

• **Umsatzsteuerrisiken**
  • Systemanalysen zur Beurteilung der Qualität der Finanzbuchhaltung insbesondere bezüglich der Umsatzsteuerbuchungen
  • Prüfung, ob notwendige Dokumentationspflichten für Umsatzsteuerbefreiungen (z.B. bei Exporten) erfüllt wurden

• **Sonstige Risiken aus Steuern**
  (z.B. aus Lohnsteuer-, Grunderwerbssteuer- oder Kapitalertragsteuerrisiken)

• **Bei internationaler Tätigkeit**
  • Existenz und Ausgestaltung von Doppelbesteuerungsabkommen oder ähnlicher Verträge
  • Identifikation wesentlicher Steuerrisiken im ausländischen Steuerrecht und Überprüfung der Zielgesellschaft auf relevante Risikopotentiale

4 **Analyse des Internen Rechnungswesen**

• **Kostenrechnung**
  • Art und Finanzierung der installierten Kostenrechnungssysteme
  • Existieren aussagefähige Deckungsbeitrags- und Fixkostendeckungsrechnungen, die den Gewinn/Verlust einzelner Sparten/Produkte ermitteln?
  • Gestaltung der internen Verrechnungspreise

• **Investitionsrechnung**
  • Angewendete Investitionsrechnungsverfahren
  • Mindestrentabilität (Kalkulationszinsfuß u.ä.)
• Notwendige Ersatzinvestitionen
• Geplante Erweiterungsinvestitionen
• Kosten der Verlagerung von Betriebsstätten

• **Finanzierung**
  • Identifikation von Organisationsmängeln bei der Anwendung von Finanzinstrumenten
  • Darstellung des Finanzstatus der Zielgesellschaft, u.a. durch verschiedene Liquiditätskennzahlen, wobei diese aus Gründen der Vergleichbarkeit analog zu den in der Erwerberunternehmung oder bei Konkurrenten verwendeten Kennzahlen definiert sein sollten
  • Umfang nicht ausgeschöpfter Kreditlinien

• Untersuchung der **Finanzplanung**
  Ermittlung des Finanzbedarfs der nächsten drei Jahre

• Existenz und Qualität des Cash-Managements, Zinsmanagements und Währungsmagements
• Dividendenpolitik der Zielgesellschaft\textsuperscript{223}

---

**Anhang 3: Checkliste Legal Due Diligence**

1 **Allgemeines**
• In welchem Umfang wird auf externe Rechtsberatung zurückgegriffen?
• Liste der Rechtsanwälte, die damit betraut sind.

2 **Interne Rechtsstruktur**
• Gesellschaftsstatuten
• Gesellschaftsverträge
• Aktueller Handelsregisterauszug unter Angabe von Registergericht und Registrierungsnummer
• Nachweis der gewerblichen Anmeldung
• Überprüfung der wirksamen Existenz der Gesellschaftsorgane

\textsuperscript{223} Vgl. Berens/Brauner [Due Diligence 1999], S. 369ff.
• Besteht eine angemessene Rechtsskultur innerhalb des Unternehmens?
• Organisation der internen Rechtsberatung

3 Externe Rechtsstrukturen

• Öffentlich-Rechtliche Rahmenbedingungen
  • Vorschriften zum Kartellrecht
  • Ergebnisse bisheriger Kartellamtsverfahren in den Marktbereichen der Zielunternehmung
  • Staatliche Richtlinien für die Branche
  • Behördliche Auflagen bei der Produktion
  • Brandschutz
  • Arbeitssicherheitsbestimmungen
  • Betriebsverfassungsgesetz, Mitbestimmung
  • Emissions- und Lärmschutzregelungen
  • Notwendige Genehmigungen
  • Vorschriften zum Baurecht
  • Überprüfung der Grundbuchauszüge
  • Überprüfung, ob Subventionen, Investitionszulagen oder andere Zuschüsse in Anspruch genommen wurden und welche Verpflichtungen daran geknüpft sind.

• Verträge
  Im Vertragsbereich bezieht sich die rechtliche Untersuchung insbesondere auf kritische Klauseln und auf Möglichkeiten und Bedingungen für die Vertragsauflösung bestehender Verträge.

• Verträge mit Unternehmen/Kunden
  Kaufverträge einschließlich der allgemeinen Geschäftsbedingungen der Gesellschaft
  Lieferverträge
  Gewährleistungsverträge
  Service- und Unterhaltungsverträge
  Kooperationsverträge mit anderen Unternehmen (z.B. Joint Venture)
  Poolverträge
  Lizenzverträge, Franchisingverträge
  Miet-, Pacht- und Leasingverträge
  Sale-and-lease-back Verträge
• Verträge mit Mitarbeitern
  Arbeitsverträge
  Ausbildungsverträge
  Pensionsverträge
  Sonstige Verträge mit Mitarbeitern

• Sonstige Verträge
  Mantel- und Tarifverträge mit Gewerkschaften
  Gewerkschaftsabkommen
  Generalvertretungsverträge

4 Rechtsstreitigkeiten
• Anhängige und drohende Prozesse
  • wegen Verletzung von Umweltschutzvorschriften
  • wegen Verletzung von gewerblichen Schutzrechten
  • wegen Kartellrechtsverletzung
  • aufgrund des Produkthaftungsgesetzes
  • sonstige Prozesse

• Jeweils mit Abschätzung der Höhe der entstehenden Verpflichtungen einschließlich Prozesskosten und der Überprüfung, inwieweit hierfür bereits Rückstellungen gebildet wurden.\textsuperscript{224} \textsuperscript{225}

\textsuperscript{224} Vgl. Berens/Brauner [Due Diligence 1999], S. 376f.
\textsuperscript{225} Für eine Darstellung des Inhaltes der anderen Checklisten vergleiche hierzu und im Folgenden: Berens/Brauner [Due Diligence 1999], S. 365.