



**ERWERB JUNGER HANDELSUNTERNEHMEN:  
BESONDERHEITEN DER FINANCIAL DUE DILIGENCE**

# JUNGE HANDELSUNTERNEHMEN ALS AKQUISITIONSZIEL

Der E-Commerce boomt. Junge Handelsunternehmen sind sowohl für Finanz- als auch strategische Investoren ein attraktives Akquisitionsziel. Die zielgerichtete Analyse des Erwerbsobjekts und dessen wirtschaftliche Situation bedarf eines maßgeschneiderten Financial Due Diligence-Ansatzes, der die Besonderheiten des Geschäftsmodells berücksichtigt. Nur so ist ein reibungsloser Transaktionsprozess gewährleistet. Darüber hinaus werden Informationsasymmetrien minimiert. Dies schafft die notwendige Transparenz für eine fundierte Investitionsentscheidung.

Die mit der Digitalisierung einhergehende Reduzierung von Markteintrittsbarrieren schafft Opportunitäten für Gründer, die neue Geschäftsmodelle mit Strategien im E-Commerce popularisieren. Dies spiegeln die steigenden Investitionsvolumina der vergangenen Jahre wider. Die Folge ist ein dynamischer Wandel der Handelsbranche, geprägt von jungen (schnell wachsenden) Handelsunternehmen, die über neue Onlinelösungen kostengünstig mit Endkunden direkt in Kontakt treten.

Beteiligungen erfolgen dabei regelmäßig bereits in frühen Phasen des Unternehmenslebenszyklus. Wenngleich dies bei Finanzinvestoren durch einen anhaltenden Anlagedruck begründet ist, besitzen strategische Investoren weitere Motive. Neben hohen Renditen suchen Strategen auch nach Synergieeffekten in komplementären Geschäftsmodellen,

welche das existierende Portfolio ergänzen. Daneben werden Investitionen in junge Handelsunternehmen getätigt, um die kompetitive Entwicklung im Markt zu begrenzen und damit die eigene Marktposition zu stärken.

Junge Handelsunternehmen weisen dabei wiederkehrende Charakteristika auf: Die Unternehmen sind von starkem Umsatzwachstum geprägt, um mit hoher Geschwindigkeit Marktpotenziale zu erschließen und Eintrittsbarrieren durch Größe zu schaffen. Zudem wird damit der Vorteil einer Skalierbarkeit des Geschäftsmodells realisiert.

Diese Charakteristika führen zu Besonderheiten, die im Rahmen einer Financial Due Diligence zu beachten sind. Ausgewählte Aspekte werden nachfolgend im Schlaglicht betrachtet.

# BESONDEREITEN EINER FINANCIAL DUE DILIGENCE BEI HANDELSUNTERNEHMEN

## **FINANCIAL DUE DILIGENCE UNABDINGBAR FÜR INVESTITIONSENTSCHEIDUNG**

Eine Financial Due Diligence erweist sich als unabdingbarer Bestandteil einer sorgfältigen Vorbereitung von Investitionsentscheidungen. Die über Jahresabschlüsse hinausgehende, sorgfältige Untersuchung des Zahlenwerks eines Akquisitionsziels liefert tiefgreifende Erkenntnisse über innewohnende Chancen und Risiken. Hierbei ist es entscheidend, von schematischen Abläufen abzusehen. Eine Financial Due Diligence sollte sich vielmehr auf die dem Geschäftsmodell zugrundeliegenden, inhärenten Eigenschaften des Zielunternehmens fokussieren. Diese Eigenschaften zu kennen, kann entscheidend zum Erfolg einer Transaktion beitragen.

## **ROBUSTHEIT DER ZAHLEN BEI JUNGEN HANDELSUNTERNEHMEN EINGESCHRÄNKT**

Junge Handelsunternehmen bilden oftmals eine Herausforderung für die Financial Due Diligence, da die Qualität der Zahlenbasis eingeschränkt ist. Dies ist auf das rasante Wachstum zurückzuführen und durch die häufig noch fehlende Prüfungspflicht begründet. Üblicherweise schafft die Geschäftsführung operativ relevante Prozesse, bevor sie sich dem Aufbau der Finanzbuchhaltung widmet. Diese ist vielfach auf externe Berater ausgelagert.

Die (insbesondere unterjährig) eingeschränkte Robustheit der Daten des Rechnungswesens reduziert den Informationsgehalt. Deshalb sind weitere Untersuchungshandlungen notwendig. Eine standardisierte Financial Due Diligence ohne Abstimmung auf die konkreten unternehmensinternen Prozesse wäre dagegen nicht sachgerecht. Um den notwendigen „Comfort“ zu erreichen, kann die Financial Due Diligence um vereinbarte Prüfungshandlungen ergänzt werden. Diese können neben dem Einholen von Saldenbestätigungen für Debitoren und Kreditoren sowie Bankbestätigungen auch analytische Prüfungshandlungen umfassen. Die analytischen Prüfungshandlungen beinhalten bei Zielgesellschaften ohne geprüfte Jahresabschlüsse regelmäßig eine Nachweisanalyse der liquiden Mittel („Proof of cash“), um Unregelmäßigkeiten zwischen Zahlungseingängen und -ausgängen bzw. Umsatzerlösen und Aufwendungen zu identifizieren. Ein weiterer Ansatz ist der Vergleich des kumulativen EBITDA mit den kumulativen operativen Cashflows der Zielgesellschaft.

## **PROOF OF CASH**

Die Analyse plausibilisiert ausgewiesene Umsatzerlöse. Die monatlichen Umsatzerlöse werden mit den monatlichen Zahlungseingängen auf den Bankkonten abgestimmt. Dabei müssen Überleitungspositionen, bspw. Änderungen von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen,

Geldtransfers zwischen verschiedenen Bankkonten und Zahlungen, die nicht direkt aus Umsätzen resultieren (z. B. Aufnahme von Darlehen), berücksichtigt werden. Analog werden die monatlichen operativen Aufwendungen mit den monatlichen Zahlungsausgängen verglichen. Auch hier müssen Überleitungspositionen (z. B. zahlungsunwirksamer Aufwand wie Abschreibungen oder nicht operative Auszahlungen wie Ausschüttungen an Gesellschafter oder die Tilgung von Darlehen) berücksichtigt werden.

Die Analyse wird wegen ihrer Kurzfristigkeit kaum lückenlos sein. Als Faustregel gilt, dass eine Abweichung von 5 % oder weniger insgesamt eine tolerierbare Abweichung ist, die dem Käufer in Verbindung mit anderen Prüfungshandlungen ein gewisses Maß an Sicherheit hinsichtlich der Zahlenbasis verschafft.

### **ASSET-LIGHT-GESCHÄFTSMODELL**

Junge Handelsunternehmen weisen eine sehr geringe Anlagenintensität auf. Regelmäßig übersteigt das Umlaufvermögen das Anlagevermögen. Diese Geschäftsmodelle – mit einem sehr niedrigen CAPEX – werden als Asset-Light-Modelle beschrieben und zeichnen sich durch eine bessere Kapitalrendite, eine geringere Gewinnvolatilität, eine größere Flexibilität und höhere skalenbedingte Kosteneinsparungen als Asset-Heavy-Modelle aus.

Die Fertigungstiefe dieser Geschäftsmodelle ist gering, da wesentliche Teile der Wertschöpfung an Lieferanten ausgelagert sind. Der Kapitalbedarf und die Kapitalbindung dieser Unternehmen ist deshalb maßgeblich von den Geschäftsbeziehungen zu Kunden und Lieferanten sowie der Qualität interner Lager- und Logistikprozesse bestimmt. Eine detaillierte Working Capital-Analyse sollte deshalb im Vordergrund der Bilanzanalyse stehen, um operative Einblicke zu ermöglichen.

### **WORKING CAPITAL**

Junge Handelsunternehmen verfügen oftmals durch eine sehr kurze – teils negative – Kapitalbindungsdauer über ein hohes Innenfinanzierungspotenzial. Dies wird ermöglicht durch kurze Zahlungsziele mit Endkunden (B2C) über den eigenen Webshop und Online Marktplätze. Den längeren Zahlungszielen mit B2B-Kunden begegnen Unternehmen oftmals mit Factoring, wodurch sich die Kapitalbindungsdauer und damit der Finanzierungsbedarf minimieren lässt. Daneben definieren die Kreditorenlaufzeit und die Lagerdauer den Finanzierungsbedarf.

Die Skalierbarkeit der existierenden Beziehungen zu Lieferanten und der vorhandenen Logistikprozesse ist detailliert zu beleuchten, um die nachhaltige Kapitalbindungsdauer zu bestimmen. Damit wird ausgeschlossen, dass nach der Transaktion neben der wachstumsbedingten Finanzierung eines Working Capital-Aufbaus keine weitere (über-

raschende) Finanzierungsnotwendigkeit aus einer strukturellen Veränderung des Working Capitals resultiert.

Das starke Wachstum von jungen Handelsunternehmen erschwert die Berechnung eines Referenz-Working Capitals, da nicht auf standardisierte Methoden wie einem arithmetischen Durchschnitt der letzten zwölf Monate abgestellt werden kann. Um eine sachgerechte Bestimmung sicherzustellen, empfiehlt es sich, den Referenzzeitraum anzupassen. In der Praxis haben sich dabei Referenzzeiträume von drei bis sechs Monaten bewährt. Der Zeitraum liegt regelmäßig anteilig vor und nach dem wirtschaftlichen Referenztag; damit wird sichergestellt, dass ein zukünftiger Working Capital-Aufbau für den Käufer nicht vom Verkäufer getragen wird (und umgekehrt). Bei einem kurzen Referenzzeitraum sind mögliche Saisonalitäten zu beachten.

Die eingeschränkte Qualität der unterjährigen Zahlenbasis macht es erforderlich, die Datensätze vor Bestimmung des Referenz-Working Capitals zu bereinigen, um hierdurch eine nachhaltige und belastbare Berechnung sicherzustellen. Alternativ kann auch, bspw. auf Basis von ausgewählten Kenngrößen, ein Ziel- bzw. Target-Working Capital bestimmt werden. Die Definition des relevanten Referenz-Working Capital ist dabei häufig ein Diskussionspunkt in Verhandlungen. Dass Käufer und Verkäufer dabei gegensätzliche Auffassungen ver-

treten, ist immanent – die Bestimmung des Referenz-Working Capitals wirkt sich schließlich direkt auf den Kaufpreis aus.

## **FINANZIERUNG UND NETTO-FINANZVERBINDLICHKEITEN**

Die Finanzierung des Unternehmenswachstums erfolgt häufig über eine günstige Fristigkeitsstruktur und Eigenkapitalgeber. Im Allgemeinen resultiert daraus eine vergleichsweise begrenzte Komplexität des Nettofinanzvermögens bzw. der Nettofinanzverbindlichkeiten. Dennoch bedarf die Finanzierungssituation des Unternehmens eine sorgfältige Untersuchung, um potenzielle außerbilanzielle Sachverhalte und Kaufpreisanpassungen zu identifizieren.

## **ROHERTRAGSMARGE**

Die Entwicklung der Rohermargen ist für eine fundierte Bewertung des Erwerbsobjekts wichtig. Die Analyse der Rohermarge eines jungen Handelsunternehmens sollte jedoch nicht allein anhand von Kenngrößen der externen Rechnungslegung erfolgen. Vielmehr sollten direkte Kosten, bspw. online und offline Marketing sowie der Logistik, in die Berechnung der Rohermarge einbezogen werden. Eine umsatzbezogene Analyse verschiedener Segmente und Distributionskanäle ist zweifelsohne wichtig, aber ohne entsprechende Gegenüberstellung relevanter Kosten kann keine

Aussage zur Nachhaltigkeit der Erträge getroffen werden. Die Einnahme dieser betriebswirtschaftlichen Perspektive ermöglicht ein tiefergehendes Verständnis der operativen Ertragskraft. Damit kann die Financial Due Diligence beitragen, ein besseres Verständnis über die Realisierbarkeit der Ertragsplanung zu erlangen und eine Commercial Due Diligence unterstützen. Mit anderen Worten: Zeigt sich in der Ertragslage ein „One Trick Pony“ oder ein nachhaltiges Ertragsniveau? Für die Beurteilung können Kohortenanalysen oder Analysen zu wiederkehrenden Käufern mit der Software ESsence® unterstützen.

### **BESONDERHEITEN: BETRIEBS- WIRTSCHAFTLICHE KPI**

Betriebswirtschaftliche Kennzahlen bilden eine solide Basis, um die Kernprozesse (Absatz und Einkauf) eines jungen Handelsunternehmens zu verstehen. Beispiele für relevante Kennzahlen sind die Conversion Rate, die Returning Customer Rate, die First Purchase Profitability oder der Customer Lifetime Value. Die Ebner Stolz Software ESsence® kann bei der Berechnung oder Plausibilisierung der Kennzahlen flexibel unterstützen. ESsence® ermöglicht eine intelligente und geschäftsmodell-spezifische Analyse von Kundendaten und produktbezogenen Informationen. Die Software schafft in kurzer Zeit Transparenz und erlaubt eine benutzerfreundliche Datenaufbereitung, Visualisierung der Ergebnisse sowie interaktive ad-hoc Analysen. Weitere Informationen zu unserem

interaktiven Business Intelligence-Tool ESsence® finden Sie unter [www.ebnerstolz.de/essence](http://www.ebnerstolz.de/essence).

### **KUNDEN UND LIEFERANTEN**

Eine detaillierte Analyse der vorhandenen Kunden- und Lieferantenstruktur liefert wichtige Erkenntnisse über die nachhaltige Ertragskraft des jungen Handelsunternehmens. Je nach Umsatzverteilung auf verschiedene Distributionskanäle (B2C/B2B) kann die Abhängigkeit von einem einzelnen Vertragspartner mitunter groß sein. Ein Verständnis über die Werbekosten je Distributionskanal ist für die Beurteilung der Qualität der Werbemaßnahmen entscheidend. Eine Korrelationsanalyse zwischen Umsatzerlösen und Werbekosten bietet die Möglichkeit, die Allokation der Werbekosten nach einer erfolgreichen Transaktion zu optimieren. Ein Risiko des Asset-Light-Modells besteht auch in der Abhängigkeit von Lieferanten, welche aus der fehlenden vertikalen Integration resultiert. Gerade bei jungen Handelsunternehmen ist die Lieferantenkonzentration in Abhängigkeit von der operativen Integration regelmäßig sehr hoch. So sind relevante Logistikprozesse („Fulfillment“) oftmals vollständig ausgelagert. Werbekostenzuschüsse sollten diskutiert werden, um Risiken, wie Rückforderungen, auszuschließen. Die vertraglichen Beziehungen sind in Abstimmung mit der Legal Due Diligence zu prüfen. Die Beratung durch ein multidisziplinäres Beraterteam sichert dabei eine integrierte Projektarbeit und erhöht die Effizienz im Transaktionsprozess.

## **SORGFALT BEI DER FINANCIAL DUE DILIGENCE IST OBERSTES GEBOT**

Trotz der meist überschaubaren Größe des Erwerbsobjekts ist in der Financial Due Diligence Sorgfalt geboten. Die Besonderheiten des Geschäftsmodells und die mangelnde Robustheit der Zahlenbasis bei jungen Handelsunternehmen sind zu beachten. Asset-Light-Geschäftsmodelle bieten durch fehlende materielle Vermögensgegenstände kein Sicherheitsnetz. Eine maßgeschneiderte Financial Due Diligence kann maßgeblich zum Transaktionserfolg beitragen.

Mit unserem multidisziplinären Ansatz aus Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Rechtsberatung und Unternehmensberatung verfügen wir über relevante Erfahrung mit den Besonderheiten kleinerer und mittlerer Unternehmen und gewährleisten damit einen reibungslosen Due Diligence Prozess. Wir stehen Ihnen als Partner auf Augenhöhe zur Verfügung und schaffen Prozesssicherheit.

# ANSPRECHPARTNER



Ihre Ansprechpartner bei Ebner Stolz stehen Ihnen gerne beim Erwerb junger Handelsunternehmen zur Verfügung. Zudem können Sie sich gerne auch an unsere Experten wenden.

# AUTOREN



## **Dr. Christoph Eppinger**

Wirtschaftsprüfer

Partner

Tel. +49 711 2049-1409

[christoph.eppinger@ebnerstolz.de](mailto:christoph.eppinger@ebnerstolz.de)



## **Florian Seizer**

Chartered Financial Analyst

Manager

Tel. +49 711 2049-1299

[florian.seizer@ebnerstolz.de](mailto:florian.seizer@ebnerstolz.de)

### **Herausgeber**

Ebner Stolz Mönning Bachem  
Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbH  
[www.ebnerstolz.de](http://www.ebnerstolz.de)

Rechtsstand: 28.5.2021

### **Redaktion**

Dr. Ulrike Höreth, Tel. +49 711 2049-1371  
Brigitte Stelzer, Tel. +49 711 2049-1535  
Dr. Sabrina Kummer, Tel. +49 711 2049-1950

Diese Publikation enthält lediglich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, darauf im Einzelfall Entscheidungen zu gründen. Der Herausgeber und die Autoren übernehmen keine Gewähr für die inhaltli-

che Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Sollte der Leser dieser Publikation eine darin enthaltene Information für sich als relevant erachten, obliegt es ausschließlich ihm bzw. seinen Beratern, die sachliche Richtigkeit der Information zu verifizieren; in keinem Fall sind die vorstehenden Informationen geeignet, eine kompetente Beratung im Einzelfall zu ersetzen. Hierfür steht Ihnen der Herausgeber gerne zur Verfügung.

Die Ausführungen unterliegen urheberrechtlichem Schutz. Eine Speicherung zu eigenen privaten Zwecken oder die Weiterleitung zu privaten Zwecken (nur in vollständiger Form) ist gestattet. Kommerzielle Verwertungsarten, insbesondere der (auch auszugsweise) Abdruck in anderen Newslettern oder die Veröffentlichung auf Websites, bedürfen der Zustimmung der Herausgeber.

