



## Herausforderungen und Lösungsansätze bei der Financial Due Diligence bei Start-ups

In den letzten Jahren haben Start-up-Investitionen insgesamt deutlich zugenommen. Laut dem „Global Startup Ecosystem Report 2020“ von Startup Genome betrug das weltweite Investitionsvolumen in Start-ups im Jahr 2010 etwa 52 Milliarden US-Dollar. Bis zum Jahr 2019 hatte sich diese Zahl mehr als verfünffacht und lag bei etwa 295 Milliarden US-Dollar. Dank fortschrittlicher und sich wandelnder Technologien, sich verändernden Konsumentenverhaltens, aber auch steigender Aufmerksamkeit in

der breiten Bevölkerung, unter anderem durch bekannte TV-Formate, bleibt der Trend für Start-up-Investitionen trotz einer vorübergehenden Verlangsamung aufgrund der COVID-19-Pandemie steigend. Doch vor erfolgreichen Investitionen steht üblicherweise unter anderem eine Financial Due Diligence des Start-ups mit einigen typischen Herausforderungen. ➔

### Generell: Datenqualität und Related-Party-Transaktionen

Trotz üblicherweise geringerer Komplexität der Finanzinformationen ist die Datenqualität oft die erste Herausforderung. Das schnelle (Umsatz-)Wachstum überholt oft die internen (und externen) Strukturen, einschließlich der Bereiche Accounting, Steuern, Finanzreporting und -controlling. Die Buchhaltung oder zumindest die Erstellung der Jahresabschlüsse wird oft von externen Steuerberatern gemacht, sodass das Management zwar inhaltlich Auskunft geben kann, aber die Zahlen nur begrenzt selbst kontrolliert. Auch die Ebene unterhalb des Hauptbuchs ist oft aus Accounting-Sicht nicht immer adäquat, sodass zum Beispiel Umsatz- und insbesondere Margendaten, wenn überhaupt, oft nur mit relativ großen Abstimmungsunterschieden zum Hauptbuch vorliegen.

Auf die Datenqualität sollte bereits beim Scoping geachtet werden. So sollte unter zum Beispiel eruiert werden, welche Analysen überhaupt möglich sind. In manchen Fällen müssen bereits die Managementdaten adjustiert werden, um Qualitätsmängel in den Zahlen auszugleichen, zum Beispiel um den Effekt richtig und regelmäßig gebuchter Rückstellungen in den Zahlen darzustellen oder eine unsaubere Umsatzrealisierung zu korrigieren. Außerdem ist die Qualität der Finanzinformationen selbst oft ein wichtiges Scope Item. Auf der Sell-Side sollte abgewogen werden, ob ein Financial Factbook oder eine Vendor Due Diligence (VDD) möglich ist und mit wie viel Mehraufwand eine VDD verbunden wäre. Auch können prüfungsnahe Scope Items wie Umsatzstichproben, Durchsicht der Bestandsbewertung oder Durchsicht der Berechnung von bestimmten Rückstellungen zusätzliche Sicherheit bringen.

Neben typischen Steuer- und Bewertungsthemen ist ein weiterer relevanter übergeordneter Themenblock im Start-up-Umfeld die Relevanz von Related-Party-Transaktionen, da Gründer persönlich oder deren (familiäres) Umfeld oft am Aufbau des Unternehmens beteiligt ist. Dieses für Gründer sehr wertvolle Netzwerk schlägt

sich oft auch in den Transaktionen des Unternehmens nieder, beispielsweise durch Startkapital aus der Familie oder auch die Vermietung von Räumlichkeiten. Zudem sind oftmals auch persönliche Ausgaben der Gründer in den Betriebskosten (z.B. im sonstigen betrieblichen Aufwand, OOE) enthalten, die normalisiert werden sollten. Diese Themen können auch steuerliche Implikationen haben, wie verdeckte Gewinnausschüttungen oder auch manchmal verdeckte Einlagen. Hier sind kritische Fragen zur Aufklärung, eine transparente Darstellung im Bericht sowie die Analyse der Transaktionen auf marktübliche Konditionen wichtig.

### GuV-Analyse: Abwesenheit historischer Vergleichswerte

Eine weitere Herausforderung ist die mangelnde Verfügbarkeit historischer Vergleichsperioden, die üblicherweise die erste Plausibilisierung des Businessplans bilden. Zum einen sind oft wenige historische Perioden verfügbar, zum anderen eignen sich verfügbare Perioden oft nur bedingt zum Vergleich, da GuVs und Cashflows vieler Start-ups in der Anfangsphase geprägt sind durch niedrige oder stark steigende Umsätze oder eine (relativ) erhöhte Kostenbasis, zum Beispiel aus der Anlaufphase von Produkten oder Dienstleistungen, durch die Gründung oder Finanzierung der Gesellschaft oder auch von regionalen Expansionen, die mit Gründungs- oder anderen Ramp-up-Kosten verbunden sind.

Um die Historie trotzdem zur Plausibilisierung des Businessplans nutzbar zu machen, können Due-Diligence-Analysen größeren Fokus auf die Trennung von Ramp-up-Kosten und anderen gründungs- und wachstumsbezogenen außerordentlichen Kosten vom eigentlichen Profitabilitätspotenzial des Start-ups legen. Auch die bestmögliche Trennung von generellen Skalierungseffekten in der ersten Wachstumsphase von den eigentlichen Trends und Entwicklungen in Umsätzen und in der Kostenbasis helfen dabei. Auf der Umsatzseite werden hierzu oft Entwicklungen operationeller KPIs stärker in die Finanzanalyse

miteinbezogen, wie zum Beispiel die Anzahl der Bestellungen und die durchschnittliche Größe des Warenkorbs. Auch die Realisierung von Umsätzen und die Abgrenzung von Umsätzen und Kosten spielen in der Analyse eine Rolle.

Zusätzlich zu den generellen Effekten der Skalierung ist die Analyse der Kostenbasis in der Start-up-Phase oft auch mit spezifischen inhaltlichen oder strukturellen Herausforderungen verbunden. Im Materialaufwand spiegelt sich die Bewertung des Bestands wider, die für junge Unternehmen (oftmals ohne ERP-System) nicht immer einfach ist. Dadurch sind der Bestandswert in der Bilanz und damit der Materialaufwand/Cost of Goods Sold in der GuV nicht immer sauber. Im Personalaufwand ist zum Beispiel die extensive Nutzung von Praktikanten, Freelancern und Beraterverträgen ein häufiges Thema, um anfängliche Festanstellungen zu vermeiden. Zum einen sind die Kosten für das Personal so in unterschiedlichen GuV-Posten und oft nicht im Personalaufwand. Zum anderen gibt es steuerliche Implikationen wie das Risiko der Scheinselbstständigkeit.

### **Bilanzanalyse: On-Balance vs. Off-Balance**

Auch die Bilanzanalyse von Start-ups ist oft mit besonderen Herausforderungen verbunden, da sie möglicherweise Vermögenswerte, die schwierig zu bewerten sind, und oft einen erheblichen Anteil an immateriellen Vermögenswerten wie zum Beispiel geistige Eigentumsrechte haben, die eine spezifische und fundierte Beurteilung erfordern. Während die Analyse des On-Balance Net Debt üblicherweise, außer in Fällen von vielen verschiedenartigen Finanzinstrumenten aus zahlreichen Finanzierungsrunden, oft relativ wenig komplex ist, gibt es eine Reihe von typischen Off-Balance-Themen wie Equityähnliche Finanzierungsmethoden oder ESOPs (Employee Stock Option Programs).

Die Working-Capital-Analyse birgt im Wesentlichen die Schwierigkeit, das normale, wiederkehrende Level des Working Capital zu bestimmen. Diese Herausforderungen stehen oft im Zusammenhang mit dem starken Wachstum, Verzerrungen in der Historie durch Einmalsachverhalte, die bei der geringen Größe oft noch deutlicher ins Gewicht fallen, die unterjährige Datenqualität sowie die ungenaue Abgrenzung an Monatsenden (und teilweise auch Jahresenden) oder sogar die Abwesenheit der unterjährigen Buchung von zum Beispiel Rückstellungen. Auch die Bewertung des Vorratsvermögens (siehe oben) kann einen wesentlichen Effekt auf das Working Capital haben.

Um den Herausforderungen bei der Bilanzanalyse zu begegnen, können, wenn nötig, Experten für die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten oder ESOPs hinzugezogen werden. Für das normalisierte, wiederkehrende Level des Working Capital eignen sich üblicherweise kürzere Durchschnittszeiträume bei weniger starker Saisonalität (z.B. letzte drei Monate, L3M) oder sogar Forecast-Zahlen, entweder teilweise als Kombination mit Actuals oder auch vollständig. Wenn Rückstellungen unterjährig nicht oder nur unsauber gebucht sind, wird oft (adjustiertes) TWC für die Analyse zugrunde gelegt, da durch wenig komplexe

Unternehmensstrukturen üblicherweise eine nur geringe Höhe des sonstigen Working Capital (OWC) relativ zum Trade Working Capital (TWC) vorliegt.

### **Businessplan: Validierung wesentlicher Annahmen und Zusammenarbeit mit Commercial-Beratern**

Die Businesspläne von Start-ups sind oftmals geprägt durch starkes Wachstum und basieren häufig auf Annahmen, die sich nicht leicht durch historische Daten plausibilisieren lassen. Diese können von Annahmen über Marktgröße und Wachstumsraten bis hin zu Prognosen zur Kundennachfrage reichen. Mehrwert bringt hier eine gute Abstimmung mit dem Commercial-Berater (oder dem Management) sowie für die Gegenüberstellung der Historie zum Businessplan die obengenannte Analyse wesentlicher operationeller KPIs (zum Beispiel Customer Acquisition Costs) und deren Auswirkungen auf die Finanzzahlen (wie beispielsweise als Mengengerüst für den historischen und den geplanten Umsatz). Aus der Erfahrung bietet es sich an, dass Commercial und Financial Due Diligence aus einer Hand angeboten werden, da dann die Abstimmung einfacher und die Sicherung der Qualität leichter nachzuerfolgen ist und sich so Doppelarbeiten bei der Plausibilitätsprüfung der (historischen) Daten und der Analyse der operationellen KPIs als Schnittstelle zwischen Commercial und Financial reduzieren lassen.

### **Fazit: Sorgfalt und Transparenz sowie eine flexible und pragmatische Herangehensweise**

Trotz gewisser Unsicherheiten und Risiken bleibt die Investition in Start-ups ein attraktiver Sektor für Investoren auf der Suche nach guten Renditen und der Möglichkeit, innovative Lösungen und Geschäftsmodelle für sich nutzbar zu machen. Die Durchführung einer Financial Due Diligence bei Start-up-Unternehmen bringt oft typische Herausforderungen mit sich. Neben der üblichen Sorgfalt und Expertise sowie einer transparenten Darstellung im Bericht, können Due Diligence Provider diesen Herausforderungen durch eine flexi-

ble und pragmatische Herangehensweise, eine gute und regelmäßige Abstimmung mit Management und anderen beteiligten Beratern (insbesondere Commercial und Tax) sowie wenn nötig durch zusätzliche prüfungsnahe Scope Items oder die Hinzuziehung von Subject Matter Experts (wie beispielsweise Experten für die Bewertung von ESOPs) effektiv begegnen und so einen wertvollen Beitrag zur Entscheidungsfindung der Investoren und zu einer erfolgreichen Transaktion leisten.

# Kontakt

**Florian Herbers**

Partner | M&amp;A Transaction Services

Tel: +49 211 8772 3193

fherbers@deloitte.de

**Frederik Thiele**

Director | M&amp;A Transaction Services

Tel: +49 211 8772 2427

frthiele@deloitte.de

**Anna-Katharina Schmidt**

Director | M&amp;A Transaction Services

Tel: +49 211 8772 7332

annaschmidt@deloitte.de

## Deloitte.

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen (zusammen die „Deloitte-Organisation“). DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen, die sich gegenüber Dritten nicht gegenseitig verpflichten oder binden können. DTTL, jedes DTTL-Mitgliedsunternehmen und verbundene Unternehmen haften nur für ihre eigenen Handlungen und Unterlassungen und nicht für die der anderen. DTTL erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Kunden. Weitere Informationen finden Sie unter [www.deloitte.com/de/UeberUns](http://www.deloitte.com/de/UeberUns).

Deloitte bietet branchenführende Leistungen in den Bereichen Audit und Assurance, Steuerberatung, Consulting, Financial Advisory und Risk Advisory für nahezu 90% der Fortune Global 500®-Unternehmen und Tausende von privaten Unternehmen an. Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter liefern messbare und langfristig wirkende Ergebnisse, die dazu beitragen, das öffentliche Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken, die unsere Kunden bei Wandel und Wachstum unterstützen und den Weg zu einer stärkeren Wirtschaft, einer gerechteren Gesellschaft und einer nachhaltigen Welt weisen. Deloitte baut auf eine über 175-jährige Geschichte auf und ist in mehr als 150 Ländern tätig. Erfahren Sie mehr darüber, wie die rund 457.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter von Deloitte das Leitbild „making an impact that matters“ täglich leben: [www.deloitte.com/de](http://www.deloitte.com/de).

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen und weder die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen noch deren verbundene Unternehmen (zusammen die „Deloitte Organisation“) erbringen mit dieser Veröffentlichung eine professionelle Dienstleistung. Diese Veröffentlichung ist nicht geeignet, um geschäftliche oder finanzielle Entscheidungen zu treffen oder Handlungen vorzunehmen. Hierzu sollten Sie sich von einem qualifizierten Berater in Bezug auf den Einzelfall beraten lassen.

Es werden keine (ausdrücklichen oder stillschweigenden) Aussagen, Garantien oder Zusicherungen hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen in dieser Veröffentlichung gemacht, und weder DTTL noch ihre Mitgliedsunternehmen, verbundene Unternehmen, Mitarbeiter oder Bevollmächtigten haften oder sind verantwortlich für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die direkt oder indirekt im Zusammenhang mit Personen entstehen, die sich auf diese Veröffentlichung verlassen. DTTL und jede ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen.