

Qualitative Beurteilung von Wachstumsunternehmen

Beteiligungen an Wachstumsunternehmen sind mit erheblichen Risiken verbunden. Diese Erkenntnis wurde in den letzten Jahren vielen Investoren schmerzhaft vor Augen geführt. Trotz diesen negativen Erfahrungen gibt es auch zahlreiche positive Beispiele. Die Beurteilung von Unternehmen anhand qualitativer Faktoren bildet ein zuverlässiges Instrumentarium zur richtigen Entscheidungsfindung.

Wer immer eine Unternehmung genauer analysieren will, kommt an einer qualitativen Beurteilung nicht vorbei. Sie bildet das Fundament sowohl für Investitionsentscheide, wie auch für Unternehmensbewertungen. Dabei steht die Analyse und Einschätzung von „weichen Faktoren“ im Vordergrund (im angelsächsischen Sprachraum „Softfactors“ genannt). Die Thematik der weichen Faktoren ist an sich nicht neu und es gibt eine Fülle von Beurteilungsschemen, welche – teils mehr oder weniger vollständig – zum Aufspüren der relevanten Erfolgspotentiale einer Wachstumsunternehmung herangezogen werden können. Im Folgenden wird das qualitative Beurteilungsschema der Firma Venture Valuation in Zürich näher erläutert, welches im Rahmen zahlreicher Unternehmensanalysen sowohl für Investoren wie für kapitalsuchende Unternehmen zuverlässig und erfolgreich getestet wurde. Im Zentrum der Untersuchung stehen dabei ausgewählte Kriterien, welche in die Kategorien 1. Unternehmen, 2. Management, 3. Markt, 4. Produkt & Technologie, und 5. Finanzierungsphase gegliedert werden.

1. Unternehmen

Die Betrachtung der Unternehmung als ganzes gliedert sich in zwei Untergruppen: a) Absicht und b) Zustand. Zum Einen geht es bei der Beurteilung der a) *Absicht*, um die Marschrichtung bzw. die wesentlichen strategischen Komponenten der Firma. Zu deren Abschätzung dienen die Kriterien i) *Vision/Strategie* (Marktpositions- und Leistungsziele), ii) *Business-Modell* (die Art und Weise, wie die Unternehmung Geld verdient bzw. verdienen will) sowie das iii) *Akquisitions-Modell* (die Art und Weise, wie die Unternehmung Kunden gewinnen will). Die zweite Untergruppe bezieht sich auf den b) *Zustand* der Unternehmung: Es geht um die Frage, welche Voraussetzungen die Firma zur Zielerreichung mitbringt und wo allenfalls noch Lücken bestehen. Dazu werden die i) *Kundenbasis* (existierende Kunden, Kontakte), das Vorhandensein von ii) *Kooperationspartnern*, die iii) *Finanzen* (Cash-Bestand, Burn-rate, Finanzbedarf), iv) *die Veräusserbarkeit des Vermögens*, die v) *Möglichkeit/Wahrscheinlichkeit eines Exits* sowie die vi) *Kapazitäten* der vorhandenen Ressourcen als Beurteilungskriterien zur Risikobestimmung herangezogen.

Die Beurteilung der Absichts- und Zustandskriterien sind wichtige Grundlagen zur Analyse der Gesamtunternehmung. Nachfolgende Kriterien beziehen sich auf den Zustand spezifischer Teilbereiche der Firma.

2. Management

Ein zentrales Element zur Beurteilung des Managements ist dessen i) *Vollständigkeit* und *Kompetenz*. Dabei geht es um die Frage, ob die Führungscrew in einem ausgewogenen Verhältnis zusammengesetzt ist – so z.B. nicht zu Technologielastig

auf der einen oder zu Marketinglastig auf der anderen Seite – und ob die jeweiligen Schlüsselpersonen für Ihr Tätigkeitsgebiet die notwendige Erfahrung und das Wissen mitbringen. In diesem Zusammenhang stellen sodann die ii) *Sozialkompetenz* bzw. die *emotionale Intelligenz* sowie die Fähigkeit des Managements, iii) *gesteckte Ziele zu erreichen*, zentrale Beurteilungskriterien dar. Weitere Punkte beziehen sich auf die iv) *Organisation*, speziell auf das Vorhandensein von *motivationsfördernden Strukturen* (z.B. Mitarbeiterbeteiligung, sinnvolle Optionsprogramme). Schliesslich werden auch die v) *Zusammensetzung*, vor allem jedoch die Einbindung von *Verwaltungsrat* und ev. *Advisory Board* beurteilt.

Das Management ist die dominierende Komponente bei der Beurteilung von Wachstumsunternehmen, zugleich aber auch die schwierigst quantifizierbare. Erfahrungen mit erfolgreichen Managements-Team können helfen, solch schwierige Beurteilungen vorzunehmen.

3. Markt

Der Markt stellt ein weiterer wichtiger Einflussfaktor zur Unternehmensbeurteilung dar. Einen guten Überblick dazu liefert Michael Porters Modell der fünf Wettbewerbskräfte: Die Analyse vom i) *Grad der Rivalität*, der Gefahr von ii) *Ersatzprodukten* (Substituten), der Bedrohung durch iii) *neue Konkurrenten* sowie der existierenden iv) *Abhängigkeiten* von einzelnen Kunden und Lieferanten im entsprechenden Markt geben Aufschluss über das Klima in der spezifischen Branche. Zusätzlich interessiert die v) *Marktentwicklung*, insbesondere der Verlauf der vi) *Kundenbedürfnisse*. Von Bedeutung sind dabei vor allem auch Trends – quantitative Prognosen sind in den seltensten Fällen zuverlässig. Weitere Kriterien bilden mögliche vii) *politische oder rechtliche Faktoren*, welche den entsprechenden Markt entscheidend beeinflussen könnten, sowie die Möglichkeit, weitere geographische viii) *Märkte zu erschliessen*.

Aufgrund der durch die Marktanalyse gewonnenen Informationen kommt es zur Beurteilung, ob die von der Unternehmung geplanten *Umsätze und Kosten* im gegebenen Umfeld realisierbar sind.

4. Produkt & Technologie

Im Zentrum der Produktanalyse steht die Frage, ob das Produkt über i) *Alleinstellungsmerkmale* verfügt (oft als Unique Selling Proposition bzw. *USP* bezeichnet) und ob effektiv ein Bedarf und somit ein (potentieller) Markt vorhanden ist. Zudem muss es selbstverständlich den ii) *qualitativen wie preislichen Anforderungen* der Kunden entsprechen. Neben dem iii) *Patentschutz*, welcher je nach Branche sehr grosse Bedeutung hat, sind auch der iv) *Technologievorsprung* gegenüber der Konkurrenz sowie die sog. v) *„Time to Market“*, d.h. wie schnell das Produkt zur Marktreife gebracht werden kann, von entscheidendem Einfluss. Ein erfolgsversprechendes Produkt zeichnet sich überdies durch eine hohe vi) *Skalierbarkeit* aus. Dies setzt voraus, dass durch eine Ausweitung der Produktion die Fertigungskosten je Einheit signifikant sinken. Nebst den existierenden Produkten muss zudem auch beachtet werden, wie das vii) *Management zukünftiger Entwicklungen* gehandhabt wird. Dies ist vor allem für die Langzeitbetrachtung wichtig.

Die Produkt- und Technologie-Analyse gibt Auskunft über die Möglichkeiten der Unternehmung, Bedürfnisse von Kunden zu befriedigen und diese auch gegenüber der Konkurrenz zu wahren.

5. Finanzierungsphase

Ein wesentlicher Faktor zur Beurteilung des Risikos ist die Finanzierungsphase, welche Aufschluss über den Entwicklungsstand der Unternehmung gibt. Dabei muss beachtet werden, dass das Risiko überproportional zum (erfolgreichen) Geschäftsverlauf abnimmt. Nachfolgende Abbildung gibt einen tabellarischen Überblick über die typischen Faktoren, welche eine Finanzierungsphase charakterisieren.

Phase	Charakterisierung
Seed Stage	<ul style="list-style-type: none"> - Es existiert eine Geschäftsidee - Business Plan wird entworfen - Ev. erste Prototypen - Absicht zur Unternehmensgründung
Start-up Stage	<ul style="list-style-type: none"> - Unternehmung erfolgreich gegründet - Vervollständigung des Managements - „Proof of Concept“ (erfüllt das Produkt/die Dienstleistung die Erwartungen?) - Vorbereitung/Aufnahme der Produktion und Kundenkontakte
First Stage	<ul style="list-style-type: none"> - Marketing im Vordergrund - Produktionsaufnahme und Markteinführung - „Proof of Market“ (kann sich das Produkt am Markt behaupten?) - Erste Umsätze; negativer Cash-Flow
Second Stage	<ul style="list-style-type: none"> - Auf-/Ausbau des Absatzes im Heimmarkt - Risiko vermindert sich zusehends - Markterfolge; Gewinnschwelle wird erreicht
Later Stage	<ul style="list-style-type: none"> - Diversifikation - ev. Sanierung oder Restrukturierung - Möglichkeit zur Fremdfinanzierung - Börsengang innerhalb eines Jahres möglich

Abbildung 1: Finanzierungsphasen

Gesamtbeurteilung

Um schliesslich ein zuverlässiges Bild der Unternehmung zu gewinnen, muss eine Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung des Zusammenspiels aller aufgeführten Kriterien 1 bis 5 vorgenommen werden. Abbildung 2 zeigt in einer Übersicht, wie diese Gerüst mit den einzelnen Kriterien aussieht. Es versteht sich von selbst, dass den einzelnen Beurteilungsfaktoren je nach Unternehmen und Finanzierungsphase eine unterschiedliche Bedeutung zukommt. So sollte zum Beispiel in der Frühphase einer Unternehmung mehr Gewicht auf die Managementqualität gelegt werden, während in einer späteren Stufe das Augenmerk vermehrt auf den Produktionsprozess und die Distributionskanäle zu setzen ist. Zudem gibt es für junge Unternehmen (Seed und Start-up Stage) Schlüsselfaktoren oder sogenannte

Killer-Kriterien, welche aufgrund ihrer wichtigen Bedeutung bei Nichterfüllung das ganze Projekt in Frage stellen können. Diese sind wiederum stark Branchenabhängig. Folgende Kriterien können jedoch in aller Regel zu den *Schlüsselfaktoren* gezählt werden:

- *Business-Modell*: Das Business- oder Geschäftsmodell muss möglichst einfach und klar verständlich sein. Langwierige Ausführungen im Business Plan, wie das Unternehmen schliesslich Geld verdienen will, sind häufig ein erstes und ernstzunehmendes Indiz für eine unrosige Zukunft des Projektes.
- *Vollständigkeit und Kompetenz des Managements*: Nur ein ausgewogenes Team mit komplementären Fähigkeiten kann ein Unternehmen zum Erfolg führen. Probleme in diesem Bereich lassen sich jedoch in der Regel beheben – dies setzt natürlich den Kooperationswillen des bestehenden Managements voraus.
- *Alleinstellungsmerkmale/USP und Bedarf*: Damit eine junge Unternehmung sich erfolgreich auf dem Markt etablieren kann, muss sie über Produkte mit echten Alleinstellungsmerkmalen verfügen, für welche auch wirklich ein Bedarf besteht. Die Differenzierung alleine durch den Preis stellt nur dann eine sinnvolle Strategie dar, sofern es sich dabei um einen effektiven Quantensprung handelt, der z.B. massiv tiefere Produktionskosten zulässt. Ansonsten besteht die reelle Gefahr, durch die Marktmacht etablierter Unternehmen aus dem Markt gedrängt zu werden, da diese den Preiskampf gegen neue Konkurrenten aufgrund ihrer wirtschaftlicher Stärke in der Regel gewinnen.
- *Skalierbarkeit*: Die Skalierbarkeit stellt insofern ein wichtiges Kriterium dar, als dass sie ein Garant dafür ist, dass die getätigten Investitionen in Zukunft risikoadäquat rentabilisiert werden können. Oder anders formuliert: Die Rentabilität der zukünftigen Produkte muss so hoch sein, dass nicht nur die laufenden Kosten, sondern auch die in der Vergangenheit getätigten Zuschüsse gedeckt werden können.

Die Beurteilung von Wachstumsunternehmen erfordert ein breites Spektrum an Analysen sowie fundierte Erfahrungen im Bereich von schnell wachsenden Firmen. Anhand einer Beurteilungsskala ist es möglich, die unterschiedlichsten Unternehmen miteinander zu vergleichen und damit eine erhöhte Transparenz zu schaffen.

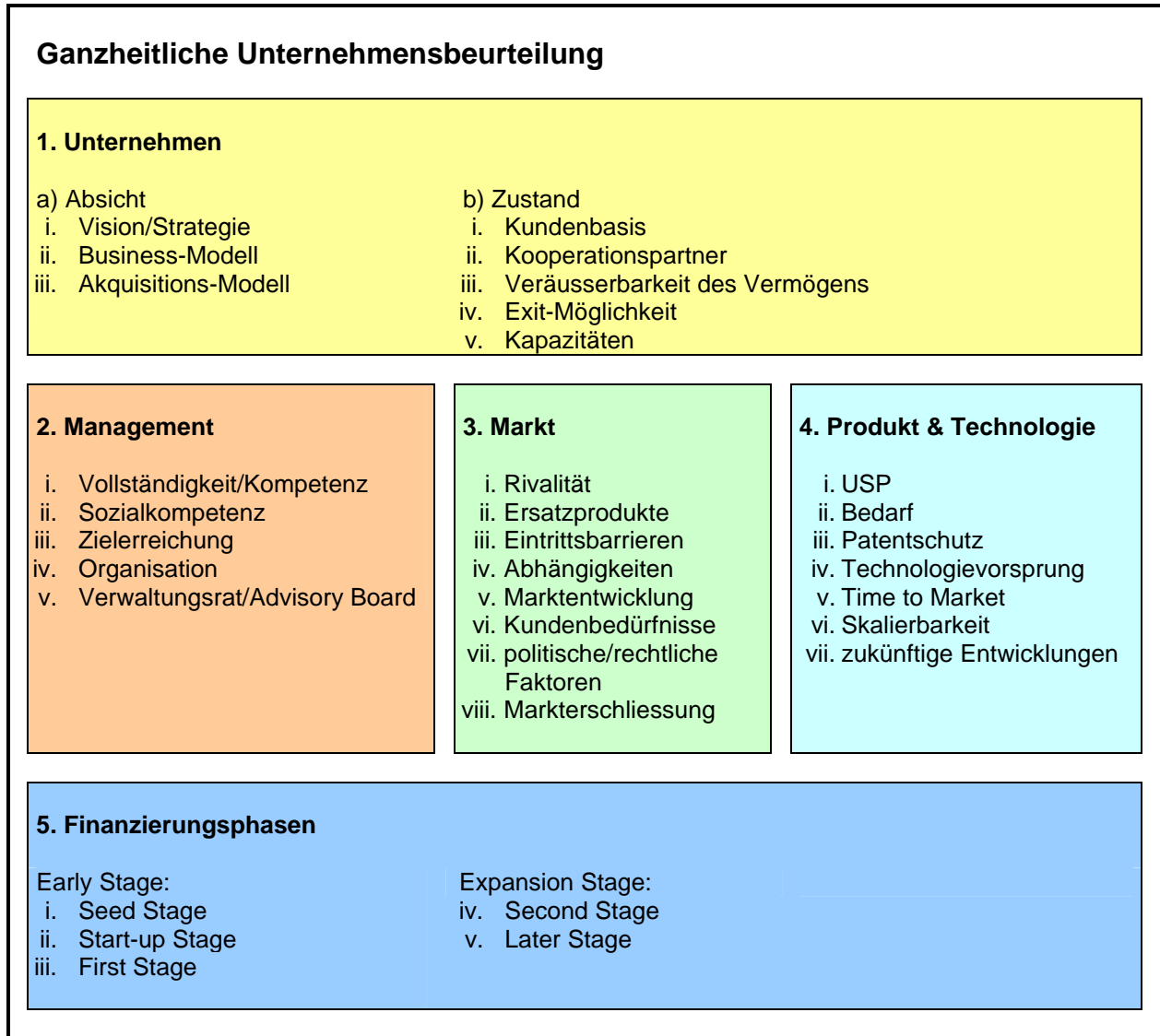


Abbildung 2: Kriterien zur qualitativen Unternehmensanalyse