

Nach „Buy“ kommt „Build“ – aber wie? (2)

Erfolgsfaktoren von Buy & Build bei Primary-Transaktionen im deutschen KMU-Segment aus Sicht von Finanzinvestoren

Alla Dubrovina, VR Equitypartner, Frankfurt am Main

1. Einleitung

► Wie kann ein Buy & Build-Konzept als wesentliche Basis für die geplante Wertsteigerung erfolgreich implementiert werden? Mit dieser Frage endet der im vorherigen Heft veröffentlichte erste Teil dieses Beitrages, in dem bereits die wesentlichen Überlegungen zur Umsetzung von Buy & Build-Strategien bei Primary-Transaktionen im Umfeld kleiner und mittelständischer Unternehmen in Form von Thesen zusammengefasst wurden. Sie wurden fallstudienbasiert aufgestellt und beleuchten die Frage, wie und unter welchen Umständen Finanzinvestoren im deutschen KMU-Markt die geplante Buy & Build-Wertsteigerung in der Post-Closing-Phase am effektivsten erzielen können.

Auf die Prüfung der Thesen anhand einer breit angelegten Expertenfrage soll nun im vorliegenden zweiten Teil des Beitrages näher eingegangen werden. Besonderes Augenmerk wird auf die daraus abgeleiteten Handlungsempfehlungen für Finanzinvestoren gelegt.

2. Fragenbogenbasierte Expertenfrage

Die Umfrage zu Erfolgsfaktoren bei Buy & Build-Konzepten zielte auf Investment-, Finanzierungs- und Wertsteigerungsexperten und wurde online durchgeführt. Es wurden überwiegend deutsche PE- und Beteiligungsgesellschaften sowie Family Offices mit Fokus auf das KMU-Segment in Deutschland und insbesondere auf Primary-Transaktionen befragt. Die Mehrheit der Teilnehmer gab an, keinen spezifischen Investitionsfokus zu haben. Die Fragestellungen konzentrierten sich ausschließlich auf die Aspekte der „Build“-Prozesse. In der Umfrage wurden zwei unterschiedliche Ansätze zur Ermittlung relevanter Erfolgsfaktoren und somit zur Überprüfung der aufgestellten Thesen angewandt: Zum einen eine Korrelationsanalyse, basierend auf dem von den Befragten angegebenen Projektergebnis, und zum anderen eine direkt abgefragte (subjektive) Bewertung durch die befragten Finanzinvestoren. Für die Korrelationsanalyse wurden

potenzielle Erfolgsfaktoren auf Basis der Fallstudien vordefiniert. Während die Relevanz der Erfolgsfaktoren über die Korrelation zwischen dem Erfolg des konkreten Projektes und den jeweils angewandten Maßnahmen ermittelt wurde, wurde die subjektive Bewertung von Finanzinvestoren auf Basis der Fragen zu Herausforderungen und Priorisierung der Wichtigkeit von Erfolgsfaktoren abgefragt. Die Ergebnisse der Korrelationsanalyse, basierend auf dem Rangkorrelationskoeffizienten von Spearman¹, unterscheiden zwischen relevanten, teilweise relevanten und unbedeutenden Erfolgsfaktoren. Relevante und teilweise relevante Erfolgsfaktoren zeigen einen Korrelationskoeffizienten von mehr als 0,5 respektive zwischen 0,2 und 0,5. Unbedeutende Erfolgsfaktoren zeigen einen Korrelationskoeffizienten von unter 0,2. Eine entsprechend negative Korrelation würde auf den jeweils entgegengesetzten Effekt hinweisen. Aus der Kategorisierung sollte nicht geschlossen werden, dass die als „unbedeutend“ eingeordneten Erfolgsfaktoren vollständig außer Acht gelassen werden können. Vielmehr soll sie im Umkehrschluss hervorheben, dass Finanzinvestoren den als „relevant“ und „teilweise relevant“ kategorisierten Erfolgsfaktoren besondere Aufmerksamkeit widmen sollten. Die Prüfung der aufgestellten Thesen ergibt sich aus der Zuordnung von Erfolgsfaktoren zu den Feststellungen. Je mehr „relevante“ und „teilweise relevante“ Erfolgsfaktoren zu einer These zugeordnet werden können, desto eher gilt die These als bestätigt.

3. Erfolgsfaktoren und Herausforderungen in der Build-Phase

Resultierend aus der Expertenfrage konnten sechs relevante und sechs teilweise relevante Erfolgsfaktoren identifiziert werden. Drei Faktoren wurden statistisch als unbedeutend erfasst, wovon nur ein Faktor eine nega-

¹ Da die Daten beider Variablen keiner metrischen Natur, sondern ordinal skaliert sind, bietet sich hierfür die Nutzung eines Rangkorrelationskoeffizienten an. Der Korrelationskoeffizient von Spearman gilt für Ordnungszahlen, die sowohl für die abhängige Variable als auch für die unabhängigen Variablen der Korrelationsanalyse gelten. Das Ergebnis des Korrelationskoeffizienten von Spearman liegt zwischen +1 (sehr starke positive Korrelation) und -1 (sehr starke negative Korrelation).

Abb. 1 • Thesen zur Buy & Build-Umsetzung in der Post-Closing-Phase

Quelle: Eigene Darstellung

<p>1 Management der Führungsstrukturen</p> <p>These 1: Für reibungslose Umsetzung der Build-Phase im Rahmen der Buy & Build-Konzepte sollten die Führungsstrukturen sowohl im Nukleus als auch bei den Add-ons schnellstmöglich erneuert werden. Altmanagement und/oder Gründer ohne Integrationserfahrung als Teil der operativen Führung erschweren häufig den Integrationsprozess.</p>	<p>2 Ressourcenplanung- und -management</p> <p>These 2: Frühzeitige Priorisierung sowie klarer Fokus auf Ressourcen minimieren die Zielverfehlung bei einer Buy & Build-Strategie-Umsetzung. Dabei spielt die Budgetierung der Integrationsabläufe insbesondere im IT-Bereich die wichtigste Rolle.</p>	<p>3 Synergiemanagement und Berichterstattung</p> <p>These 3: Integrierte Synergieplanung (Top-down durch den Finanzinvestor und Bottom-up durch die operative Geschäftsführung) sowie kontinuierliches Tracking während der Build-Phase erhöhen die Erfolgchancen der Buy & Build-Strategie-Umsetzung.</p>
<p>4 Komplexitätsmanagement</p> <p>These 4: Komplexitätsreduktion sowohl aus gesellschaftsrechtlicher als auch aus operativer Sicht trägt zur erfolgreichen Umsetzung von Buy & Build-Konzepten bei.</p>	<p>5 Einsatz von PMO-Strukturen</p> <p>These 5: Durch den Einsatz klarer PMO-Strukturen in Portfolio-Unternehmen können die Buy & Build-Ziele effektiver und effizienter erreicht werden.</p>	<p>6 Management der Kulturveränderungsprozesse</p> <p>These 6: Das aktive Management der Kulturveränderungsprozesse sowie transparente Kommunikation sind die Haupterfolgskriterien der Build-Phase.</p>

tive Korrelation aufweist. Zusätzlich zu den vorgegebenen Faktoren wurden folgende Maßnahmen von mehreren Umfrageteilnehmern als sehr relevant für den Erfolg von Buy & Build bezeichnet:

- Qualität und Integrationserfahrung des Managements,
- Festlegung messbarer Ziele,
- Umsetzungsgeschwindigkeit.

Der mit dem Abstand wichtigste Erfolgsfaktor ist „die Erneuerung der Führungsstrukturen in der neu geformten Unternehmensgruppe“ ($r_s=0,71$). Diese Feststellung unterstreicht die Bedeutung des Managements in der neu geschaffenen Einheit. Manager sind der wichtigste Treiber für den Zusammenschluss der an der Buy & Build-Strategie beteiligten Unternehmen. Sowohl wissenschaftliche² als auch praxisorientierte Studien³ haben darauf hingewiesen. Zudem wurde diese Feststellung durch Beantwortungen der offenen Frage – „welche zusätzliche Erfolgsfaktoren sind entscheidend für eine erfolgreiche Umsetzung der Buy & Build-Strategie in der Build-Phase?“ – in der Online-Umfrage noch einmal unterstrichen. Mehr als 50% der Umfrageteilnehmer haben angegeben, dass die Qualität des Manage-

mentteams den entscheidendsten Erfolgsfaktor von Buy & Build-Strategien darstellt.

Ebenso als sehr relevant für den Erfolg der Buy & Build-Strategie erwies sich „das dedizierte Management von Kulturveränderungsprozessen“ ($r_s=0,60$). Obwohl selten gezielt umgesetzt und von kaum einem Finanzinvestor explizit eingefordert, stellt eine aktive Begleitung der kulturellen Veränderungen eine unabdingbare Voraussetzung für den Erfolg des Buy & Build-Projektes dar. Auch wenn der Begriff „Kulturveränderung“ für viele nicht greifbar oder mehrdeutig beziehungsweise divers interpretierbar ist, gehört das Verständnis von deren Wichtigkeit zu den entscheidenden Charakteristika von einem „Manager höchster Qualität“ und sollte von jedem Finanzinvestor berücksichtigt werden.

Statistisch gesehen beeinflusst am wenigsten die „gesellschaftsrechtliche Komplexitätsreduktion“ ($r_s=0,05$) den Erfolg von Buy & Build. In der Realität werden die komplexen, gesellschaftsrechtlichen Strukturen im KMU-Umfeld erst mit der Umsetzung des Buy & Build-Konzeptes kriert und werden großenteils zum Zweck der Haftungsbegrenzung und Steueroptimierung vom Finanzinvestor geschaffen. Sie sind somit explizit erwünscht, leicht steuerbar und stellen oft lediglich eine übergeordnete Dachkonstruktion dar. Solange gesellschaftsrechtliche Strukturen die operative Ebene nicht beeinflussen, wird mit deren Abbau kein expliziter Erfolg bei Buy & Build assoziiert.

² Vgl. Hoffmann, N., German Buyouts Adopting a Buy-and-Build Strategy, 2008, S. 1ff.

³ Vgl. Boston Consulting Group, The Power of Buy and Build. How Private Equity firms fuel Next-Level value Creation, 2016, S. 1ff.; Vgl. PWC, Buy and Build: a strategy of the times, 2018.

Abb. 2 • Erfolgsfaktoren

Quelle: Ergebnisse fragenbogenbasierter Online-Expertenumfrage

	Potenzielle Erfolgsfaktoren	These	Korrelation			Relevanz des Erfolgsfaktors
			Richtung	Ausprägung (Spearman)		
			nein/niedrig*	mittel**	hoch***	
Strategie- und Integrationsbezogen	Erneuerung der operativen Führungsstrukturen im ursprünglichen Plattformunternehmen	1	+	0,11		unbedeutend
	Erneuerung der operativen Führungsstrukturen in der neu geformten Unternehmensgruppe	1	+		0,71	relevant
	Beibehaltung des/der Gründer(-in)/ geschäftsführenden Gesellschafter(-in) aus der Gründerfamilie in der operativen Geschäftsführung	1	-		0,23	unbedeutend (da negative Richtung)
	Keine oder ausschließlich beratende Rolle des/der Gründer(-in)/geschäftsführenden Gesellschafter(-in) aus der Gründerfamilie mit begrenzter operativer Einflussnahme	1	+		0,33	teilweise relevant
	Ressourcenplanung und -priorisierung für die Build-Phase vor Closing (personell und finanziell)	2	+		0,55	relevant
	Verabschiedetes Integrationsbudget (inkl. IT-Budget)	2	+		0,44	teilweise relevant
	Integrierte Synergieplanung zwischen Finanzinvestoren (Top-down) und operativem Management (Bottom-up)	3	+		0,51	relevant
	Kontinuierliches Tracking der Realisierung von Synergiepotenzialen	3	+		0,56	relevant
	Gesellschaftsrechtliche Komplexitätsreduktion	4	+	0,05		unbedeutend
Operative Komplexitätsreduktion (Betriebsmodell)	4	+		0,29	teilweise relevant	
Change- und Projektmanagementbezogen	Einsatz von PMO-Strukturen im Zielunternehmen/in der neu gebildeten Unternehmensgruppe	5	+	0,37		teilweise relevant
	Dediziertes Management von Kulturveränderungsprozessen	6	+		0,60	relevant
	Kultureller Fit zwischen Plattform- und Add-on-Unternehmen	6	+	0,33		teilweise relevant
	Transparente bzw. offene Kommunikation gegenüber Mitarbeiter von Plattform- bzw. Zielunternehmen	6	+	0,43		teilweise relevant
	Präzise, zielgerichtete Kommunikation gegenüber Mitarbeitern von Plattform- bzw. Zielunternehmen	6	+		0,51	relevant

* $|r_s| < 0,2$
 ** $0,2 < |r_s| < 0,5$
 *** $|r_s| > 0,5$

„Beibehaltung des/der Gründer(-in) in der operativen Führung“ ($r_s = -0,23$) zeigte als einziger in der Studie untersuchter Erfolgsfaktor eine negative Korrelation mit dem Erfolg der Buy & Build-Umsetzung und wurde somit als unbedeutend eingestuft. Die Umsetzung von Buy & Build bringt gravierende Veränderungen im Unternehmen mit sich, die oft von Gründern und Familienmitgliedern als Angriff auf Tradition und Kultur verstanden werden und somit unerwünscht sind. Obwohl Wissen und Erfahrung von Gründern für den Unternehmenserfolg insgesamt unabdingbar sind, ist ihr Einsatz als operativer Geschäftsführer, explizit in der Umsetzung von Buy & Build-Konzepten (anders als bei Buy-outs), eher kontraproduktiv. Der Erfolgsbeitrag steigt, wenn der Gründer eine beratende Rolle bekommt, während die operative Führung einem Buy & Build-erfahrenen Manager überlassen wird.

Alle potenziellen Erfolgsfaktoren und die Ergebnisse der Korrelationsanalyse sind in der Abbildung 2 zusammen-

gefasst und dienen der Bestätigung oder Wiederlegung der im ersten Teil des Beitrags aufgestellten Thesen.

Diese Analyseergebnisse unterstützen somit fünf der sechs aufgestellten Thesen:

- These 1 (Management der Führungsstrukturen) wird durch den relevanten Erfolgsfaktor „Die Erneuerung der Führungsstrukturen in der neu geformten Unternehmensgruppe“ und den teilweise relevanten Erfolgsfaktor „keine oder ausschließlich beratende Rolle des/der Gründer(-in)/ geschäftsführenden Gesellschafter(-in) aus der Gründerfamilie mit begrenzter operativer Einflussnahme“ gestützt. Die negative Korrelation des Erfolgsfaktor „Beibehaltung der Gründer in der operativen Geschäftsführung“ unterstreicht ebenfalls die Gültigkeit der These.

- These 2 (Ressourcenplanung und -management) wird gestützt durch den relevanten Erfolgsfaktor „Eine strikte Ressourcenplanung und -priorisierung vor Closing, sowie durch den teilweise relevanten Erfolgsfaktor „verabschiedetes Integrationsbudget“.
- These 3 (Synergiemanagement und Berichterstattung) zeigt sich bestätigt durch die relevanten Erfolgsfaktoren „Integrierte Synergieplanung“ und „Tracking der Realisierung von Synergiepotenzialen“.
- These 5 (Projektmanagement) ist bestätigt durch den teilweise relevanten Erfolgsfaktor „Einsatz von PMO-Strukturen“.
- These 6 (Management der Kulturveränderungsprozesse) ist gestützt durch die relevanten Erfolgsfaktoren „präzise, zielgerichtete Kommunikation“ und „dediziertes Management von Kulturveränderungsprozessen“ sowie den teilweise relevanten Erfolgsfaktor „Transparente beziehungsweise offene Kommunikation gegenüber Mitarbeitern“.

Die These 4 (Komplexitätsmanagement) konnte mithilfe der Korrelationsanalyse nicht belegt werden. Der stark unbedeutende Erfolgsfaktor „gesellschaftliche Komplexitätsreduktion“ sowie die schwache Ausprägung des teilweise relevanten Erfolgsfaktors „operative Komplexitätsreduktion“ deuten nicht auf Wichtigkeit hin.

In den gestützten, subjektiven Äußerungen der Befragten standen die folgenden Herausforderungen im Vordergrund:

- Fehlende konkrete Integrationsplanung seitens der operativen Geschäftsführung;
- Ressourcenknappheit (finanziell und personalbezogen);
- Limitierte Integrations- und Projektmanagement Erfahrung sowohl in der operativen Geschäftsführung als auch bei dem Gründer(-in)/geschäftsführenden Gesellschafter(-in) aus der Gründerfamilie;
- Keine Projektmanagement-Strukturen (beispielsweise Projektmanagement Office).

Wichtig bis neutral schätzen die Befragten hingegen Aspekte im Zusammenhang mit Erneuerung der Führungsstrukturen sowie Synergiemanagement ein. Auch präzise, zielgerichtete Kommunikation gegenüber Mitarbeitern, PMO-Strukturen sowie die Priorisierung von Aufgaben und Ressourcen sind wichtig für den Erfolg aus Sicht der befragten Finanzinvestoren. Unwille zu Veränderungen sowie Management von Kul-

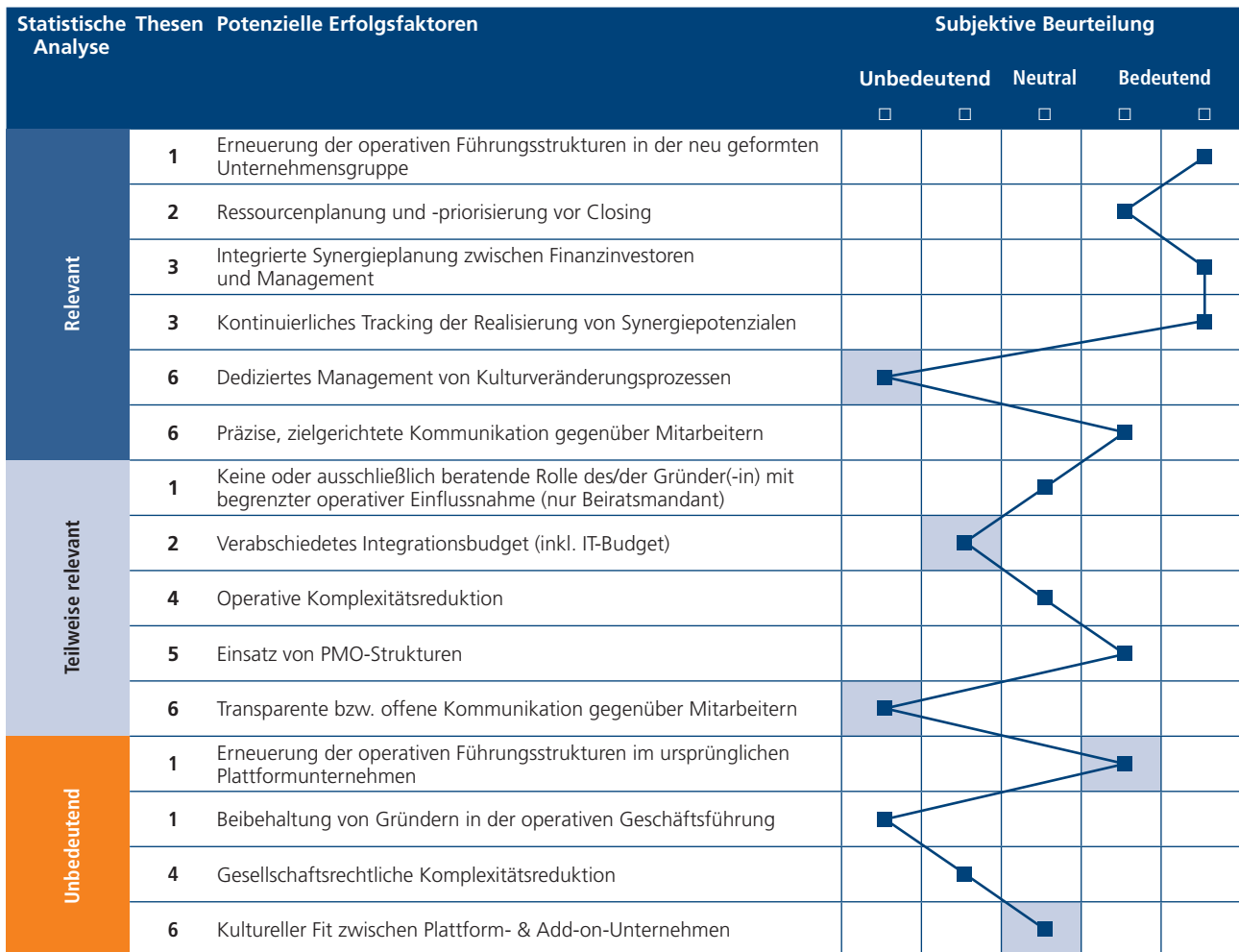
turaspekten in Unternehmen scheinen leichter zu überwinden, während Komplexität in operativen/gesellschaftsrechtlichen Strukturen als unbedeutend eingestuft wird. Auch diese Befragungsergebnisse unterstreichen also die Thesen 1 bis 3 sowie 5 bis 6. Die These 4 bleibt wieder unbestätigt.

Ein detaillierter Ergebnisvergleich der beiden Untersuchungsansätze zeigt allerdings, dass die subjektive Einschätzung der Finanzinvestoren von den Ergebnissen der statistischen Analyse leicht abweicht. Abbildung 3 fasst die Unterschiede zusammen. Diskrepanzen bei der Bewertung der Wichtigkeit von Buy & Build-Erfolgsfaktoren sind grau unterlegt. Finanzinvestoren messen den folgenden Variablen, die in der statistischen Analyse als relevante und teilweise relevante Erfolgsfaktoren identifiziert wurden, eine geringere Bedeutung bei: *verabschiedetes Integrationsbudget, dediziertes Management von Kulturveränderungsprozessen, transparente und offene Kommunikation gegenüber Mitarbeitern*. Gegenteiliges gilt für einige unbedeutende Erfolgsfaktoren: *Erneuerung der operativen Führungsstrukturen im ursprünglichen Plattformunternehmen und kultureller Fit zwischen Plattform- und Add-on-Unternehmen* erhalten bei der subjektiven Einschätzung der Finanzinvestoren eine vergleichsweise höhere Bedeutung.

Eine Erklärung dieser Diskrepanz könnte der Investitionsansatz der befragten Experten sein. Ein Großteil der befragten Finanzinvestoren verfolgt den sogenannten „passiven Ansatz“ beim Management der Portfoliounternehmen. Die Aufgabe des Finanzinvestors besteht hierbei, die Finanzierungsseite, den Transaktionsprozess und die Einstellung hoch qualifizierter Manager sicherzustellen, während die Aufstellung der strategischen Planken, die operative Umsetzung und die Führung der Portfoliounternehmen dem in den Portfoliounternehmen angestellten Management überlassen wird. Im Hinblick auf die aktuelle Marktlage versuchen die „aktiven“ Finanzinvestoren dagegen ihre Portfoliounternehmen selbst weiterzuentwickeln, die wichtigsten strategischen Projekte zu lenken und durch den Einsatz aktueller, innovativer Methoden das operative Management vor Ort zu unterstützen. Dafür werden hausinterne Experten als Operating Partner für die Portfoliounternehmen eingesetzt, die als Sparringpartner des Managements agieren und die Umsetzungsgeschwindigkeit der beschlossenen Projekte erhöhen sollen. Dabei werden nicht nur personelle Kapazitäten bei kleinen und mittelständischen Unternehmen aufgestockt, sondern das oft im Mittelstand fehlende Methodenwissen und die (Projekt-)Expertise erweitert. Obwohl beide Ansätze sicherlich Vor- und Nachteile haben, sollten auch die „passiven“ Finanzinvestoren mit den Erfolgsfaktoren der operativen Buy & Build-Umsetzung grundlegend vertraut sein, um die passenden

Abb. 3 • Vergleich der statistischen Analyse und der subjektiven Bewertung von Finanzinvestoren

Quelle: Eigene Darstellung, „subjektive Bewertung“ als Median dargestellt



Manager für ihre Beteiligungen und Buy & Build-Projekte auswählen und gewinnen zu können.

4. Schlussfolgerungen und Handlungsempfehlungen

Die zunehmend wichtiger werdenden Buy & Build-Konzepte haben in Deutschland bisher grundsätzlich relativ wenig akademische Aufmerksamkeit bekommen. Die vorliegende Studie hat hinsichtlich der effektiven Umsetzung dieser Wertsteigerungsmethode insbesondere bei Primary-Transaktionen mit kleinen und mittelständischen Unternehmen eine akademische Lücke geschlossen. Darauf basierend wurden in diesem zweiteiligen Beitrag die Rahmenbedingungen dargestellt, unter denen Finanzinvestoren die geplante Buy & Build-Wertsteigerung in der Build-Phase am ehesten realisieren können.

Diejenigen hergeleiteten Thesen, die im späteren Verlauf belegt werden konnten, stellen hierbei eine Art Fahrplan für Finanzinvestoren in der Build-Phase dar:

- Erneuerung der Führungsstrukturen (insbesondere mit Blick auf die Integrationserfahrung) in der neu gebildeten Gruppe bei gleichzeitiger Vergabe von Beiratsmandaten an die Gründer/-familie,
- Präzise und stringente Priorisierung der Ressourcen und Aufgaben vor Closing,
- Aufstellung einer integrierten Synergieplanung- und -trackingsysteme,
- Berufung und Organisation eines Projektmanagement Office,

- Aufsetzen eines stringenten Managements von Kulturveränderungsprozessen inklusive zielgerichteter und empfängergerechter Kommunikation an Mitarbeiter aller involvierten Unternehmen.

Übergreifend über die Handlungsempfehlungen sollten Finanzinvestoren durchgängig drei Aspekte sicherstellen:

- Qualität und Integrationserfahrung des Managements,
- Festlegung messbarer Ziele,
- Hohe Umsetzungsgeschwindigkeit.

Während „aktive“ Finanzinvestoren die Ergebnisse als direkte Handlungsempfehlungen aufgreifen können, könnten Empfehlungen den überwiegend „passiven“ Finanzinvestoren dabei helfen, das passende, hochqualifizierte Management für die Portfoliounterneh-

men zu gewinnen. Alternative wäre ein sukzessiver Übergang zu einem „aktiveren“ Managementansatz. Denn eine effektive Umsetzung von Buy & Build als Wertsteigerungsansatz kann auf diese Weise am ehesten realisiert werden. ■



Alla Dubrovina ist Direktorin bei der VR Equitypartner GmbH, wo sie u.a. als Operating Partner für die Portfoliounternehmen der Gesellschaft agiert. Zuvor war Frau Dubrovina mehrere Jahre bei der Strategieberatung A.T. Kearney tätig und hat weltweit Unternehmen aller Größenordnungen sowie Regierungsorganisationen beraten. Als erfahrene Projektleiterin ist sie auf strategische Markt- und Unternehmensanalysen sowie Post Merger Integration und Umsetzung von Wertsteigerungsprogrammen spezialisiert. Angefangen hat Frau Dubrovina ihre Karriere im Finanzdienstleistungssektor bei der Deutsche Bank AG und in den Folgejahren ihren Branchenfokus auf die Bereiche Chemie und Pharma, Energiewirtschaft sowie Retail- und Konsumgüterindustrie erweitert. alla.dubrovina@vrep.de

ANZEIGE

FuS ZEITSCHRIFT FÜR
FAMILIENUNTERNEHMEN
UND STRATEGIE

Forschung und Praxis

Hand in Hand.

Alle zwei Monate im Abo.



**JETZT
BESTELLEN!**

www.fus-magazin.de/abonnement

