

# Nach „Buy“ kommt „Build“ – aber wie? (1)

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

Alla Dubrovina, VR Equitypartner, Frankfurt am Main

## 1. Einleitung

Seit einigen Jahren stehen Finanzinvestoren Herausforderungen gegenüber, die es ihnen zunehmend erschweren, mit den gewohnten Werthebeln Renditen in der bisher üblichen Größenordnung zu generieren. Aufgrund der aktuellen Niedrigzinsphase auf den Kapitalmärkten, verstärkter Regulierung sowie gestiegener Bewertungsmultiples werden die Möglichkeiten zur Wertsteigerung durch die Nutzung von Financial Engineering und Arbitrage immer geringer. Im gleichen Maße gewinnen daher Buy & Build-Konzepte, bei denen Finanzinvestoren einen ersten Buyout eines sogenannten Plattform-Unternehmens vollziehen und anschließend eine oder mehrere Add-on-Akquisitionen vornehmen, zunehmend an Wichtigkeit<sup>1</sup>.

Trotz der wachsenden Bedeutung hat „Buy & Build“ aus Finanzinvestoren-Perspektive und insbesondere im Umfeld kleiner und mittelständischer Unternehmen (KMU) in Deutschland bisher wenig wissenschaftliche Aufmerksamkeit erhalten. In der jüngeren Vergangenheit wurde verstärkt auf Themen hinsichtlich „Buy“, nicht aber auf „Build“ eingegangen. Und das obwohl die empirische M&A-Forschung zeigt, dass neben der Vorbereitungsphase wie der strategischen Analyse und der Konzeption insbesondere geplante Post-Closing-Aktivitäten als Grundstein der Build-Phase für den Erfolg ausschlaggebend sind.<sup>2</sup> Zudem beschränkt sich die Betrachtung zumeist auf Großkonzerne und vor allem auf die Unternehmenssicht. Die PE-Perspektive in dem für Finanzinvestoren eher üblichen Umfeld von kleinen und mittelständischen, inhabergeführten Unternehmen wird oft außer Acht gelassen.

In diesem zweiteiligen Beitrag wird dargelegt, wie und unter welchen Umständen Finanzinvestoren im deutschen KMU-Markt die geplante Buy & Build-Wertsteigerung in der Build-Phase am effektivsten erzielen.

Der erste Teil des Beitrags stellt mögliche Erfolgsfaktoren thesehaft dar. In der Ausgabe 12/2019 der M&A REVIEW werden diese anhand einer breit angelegten Expertenbefragung geprüft. Neben dem Beitrag zur wissenschaftlichen Forschung werden hierbei insbesondere auch praktische Handlungsempfehlungen für das entsprechende Geschäftsumfeld abgeleitet.

## 2. Buy & Build als wertschöpfende Maßnahme zur Portfoliooptimierung

Finanzinvestoren beziehungsweise PE-Gesellschaften sind auch im deutschen M&A-Markt mittlerweile ein bedeutender Faktor und kaufen Anteile sowohl großer Konzerne als auch kleinerer Gesellschaften, die sich zum Beispiel in Familienbesitz befinden. Die Wertschöpfung steht im Zentrum des Geschäftsmodells, da sich wertsteigernde Mechanismen positiv auf die Eigenkapitalrendite der Investoren auswirken. Insbesondere die Situation an den Zinsmärkten erschwert es auch im PE-Umfeld, bisher gewohnte Renditen zu generieren. Die immer komplexeren Strategien, zunehmende Professionalisierung bei Unternehmen und die harte Konkurrenz um M&A-Targets machen auch die einzelnen Instrumente der operativen Wertschöpfung wenig attraktiv. Laut des ersten Finance-Midmarket-PE-Monitors halten nur 36% der befragten Entscheider Kostensenkungen und Effizienzprogramme bei Portfoliounternehmen noch für die aktuell aussichtsreichste Wertschöpfungsstrategie. Dagegen setzten 72% der Befragten in 2015 am stärksten auf Wachstum durch Zukäufe und dedizierte Buy & Build Strategien.<sup>3</sup> Der 2015 eingesetzte Trend hält bis heute an.<sup>4</sup> Die Boston Consulting Group (BCG) stellt fest<sup>5</sup>, dass der Anteil der PE-Deals, die Zusatzakquisitionen beinhalten, in Europa von 20% im Jahr 2000 auf 53% im Jahr 2012 gestiegen ist. Laut einer Roland-Berger-Untersuchung<sup>6</sup> halten die Befragten Add-on-Akquisitionen beziehungsweise Plattformstrategien für die voraussichtlich wich-

1 Vgl. Silverfleet Capital, in: B&B-Monitor 2018, Europäische Buy-&-Build-Aktivitäten 2017, 2018.

2 Vgl. Furtner, S., Management von Unternehmensakquisitionen im Mittelstand: Erfolgsfaktor Post-Merger-Integration, 2011.

3 Vgl. Der erste Finance Midmarket-Private-Equity-Monitor, Nov. 2015.

4 Vgl. Finance Midmarket-Private-Equity-Monitor, Nov. 2015, 2016 und Jan. 2019.

5 Vgl. BCG Bericht, The power of buy and build. How private equity firms fuel next-level value creation, 2016, S. 4.

6 Vgl. Roland Berger Bericht, European Private Equity Outlook 2019, Februar 2019, S. 28.

tigsten wertschöpfenden Maßnahmen zur Portfolioverbesserung im Jahr 2019. In einem zunehmend teuren und langsam wachsenden Buyout-Markt ist es nachvollziehbar, dass Finanzinvestoren ihre Plattformunternehmen vermehrt auffordern, Add-ons zu tätigen, um den Durchschnittswert der hohen Einstiegspreise zu reduzieren und damit das EBITDA-Wachstum anzukurbeln und Investment Returns zu generieren.

Finanzinvestoren, die Buy & Build-Konzepte verfolgen, profitieren davon, dass es gerade im Mittelstand immer noch viele stark fragmentierte Märkte gibt, in denen sich durch Zukäufe in relativ kurzer Zeit starke Marktführer mit hoher Profitabilität aufbauen lassen. Wenn der Erwerb kleinerer Unternehmen zu niedrigeren Bewertungen erfolgt, kann sich auf diese Weise der Preis der gesamten Transaktion verringern. Durch die Weiterentwicklung des Add-ons lässt sich eine höhere Rendite für den Finanzinvestor generieren. Dank der Zusammenführung kleiner Unternehmen können PEs den Umsatz steigern und auf größere Finanzierungspools zugreifen. Die Integration kleiner Add-ons mit dem Nukleus lässt sich auch typischerweise leichter vollziehen und verkräften.<sup>7</sup> Zudem sind Familienunternehmen oft schuldenfrei beziehungsweise „schuldenleicht“, da der Fokus auf Eigenmittelfinanzierung liegt<sup>8</sup>, und ermöglichen so zusätzlichen Leverage.

Ebenso sehr wie Buy & Build-Konzepte im Primärsegment beliebter werden, stellen Finanzinvestoren allerdings fest, dass die Umsetzung im deutschen KMU-Markt nicht einfach ist. Insbesondere nach dem Erwerb mittelständischer Add-ons mit Mangel an Umsetzungsexpertise von Integrationsprojekten und geringer Veränderungstoleranz zeigen sich gravierende Misserfolge.<sup>9</sup> Die Herausforderungen in der Build-Phase sind laut Fachliteratur zentrale Ursache für das Scheitern.<sup>10</sup> Bereits in früheren Studien hat A.T. Kearney gezeigt, dass sich die professionelle Umsetzung des Integrationsprozesses zu einem der wichtigsten Erfolgsfaktoren entwickelt.<sup>11</sup>

### 3. Erfolgsfaktorenforschung bei Buy & Build-Konzepten

Die Mechanismen und Erfolgsfaktoren in der Durchführung von Einzeltransaktionen (Deal-Phase) im Rahmen der Umsetzung von Buy & Build-Konzepten sind in der Fachliteratur hinreichend berücksichtigt worden.<sup>12</sup> Die Vielzahl von Beiträgen in jüngerer Vergangenheit zu

entsprechenden Strategieaspekten im Vorgang zu den Transaktionen deutet auf die außerordentliche Stellung der Buy-Phase im gesamten Themenkomplex hin. So spezifizieren Beyer/Brüseken die wichtigsten Thesen zur Umsetzung von Buy & Build und nehmen eine Abgrenzung zu anderen Akquisitionsstrategien vor. Hoffmann definiert in seiner Arbeit bereits in 2008 die Charakteristika und Erfolgsfaktoren von Buy & Build-Konzepten als strategischen Ansatz. Bansraj/Smit untersuchen eine quantitative Untersuchung zum Erfolgsbeitrag von Buy & Build-Konzepten von Private-Equity-Gesellschaften.<sup>13</sup> Im Großen und Ganzen konzentrieren sich verschiedene Autoren auf die Umsetzung und Erfolgsfaktoren in der Buy-Phase und geben nur vereinzelt Empfehlungen zum Umgang mit den Herausforderungen in der Build-Phase.

Frühere Studien haben gezeigt, dass es Finanzinvestoren gelungen ist, einen erhöhten Mehrwert durch Buy & Build-Konzepte zu schaffen. Vielfältige Analysen haben zeigen können, wann der Ansatz in der Buy-Phase erfolgreich war.<sup>14</sup> Es ist jedoch noch nicht vollständig verstanden, wie Finanzinvestoren ihre Ziele auf operativer Ebene am effektivsten in der Build-Phase umsetzen und somit zur Wertschöpfung insbesondere bei Transaktionen in dem für sie eher üblichen Umfeld von kleinen und mittelständischen, inhabergeführten Unternehmen beitragen. Die erste empirische Untersuchung hierzu wurde von Hoffmann in 2008 vorgenommen, in der der Autor anhand von sechs Fallstudien und fragenbogenbasierter Expertenumfrage Thesen zu Erfolgsfaktoren von Buy & Build von Finanzinvestoren aufstellt und testet. So stellt Hoffmann fest, dass die Qualität des Managementteams der wichtigste Erfolgsfaktor von Buy & Build-Strategien darstellt. Das Leverage der geformten Unternehmensgruppe und die Qualität des Berichtssystems, das eine Voraussetzung für eine wirksame Kontrolle durch die Private Equity-Gesellschaften ist, werden ebenfalls als überwiegend relevante Erfolgsfaktoren identifiziert. Weiterhin werden folgende Aspekte hervorgehoben:

- wirtschaftliche Entwicklung in der jeweiligen Branche,
- Unternehmensstärke (Rentabilität, Umsatzwachstum, Eigenkapitalbasis, Managementfähigkeiten und technologischer Vorsprung),
- relative Größe des Zielunternehmens,
- Anzahl potenzieller Käufer,
- Beziehung zu den Kunden nach der Buy & Build-Strategie.<sup>15</sup>

7 Vgl. Der sechste Finance Midmarket-Private-Equity-Monitor, Jan. 2019.

8 Vgl. Feix T., Büchler J.-P., Straub T., Mergers & Acquisitions: Erfolgsfaktoren für mittelständische Unternehmen, 2017, S. 1 ff.

9 Vgl. Lucks, K.; Meckl, R., Mergers & Acquisitions, 2002, S. 11.; Vgl. Jansen, S. A., Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, 6. Auflage, Wiesbaden: Springer Gabler, 2016, S. 336-342.

10 Vgl. Christensen/Alton /Rising /Waldeck: The big idea: The new M&A playbook. In: Harvard Business Review, 89. Jg., Heft 3, 2011, S. 48–57.

11 Vgl. A. T. Kearney, Post Merger Integration - Ergebnisse bei Finanzdienstleistern, Studie, 1998.

12 Vgl. Müller-Stewens G., Kunisch S., Binder A., Mergers & Acquisitions: Handbuch für Strategien, Analysten, Berater und Juristen, 2016, S. 1 ff.; Weber, T.; Hohaus B., Funktionsweise, Strukturierung, Bewertung und Umsetzung von Unternehmenstransaktionen, 2010, S. 62 ff.

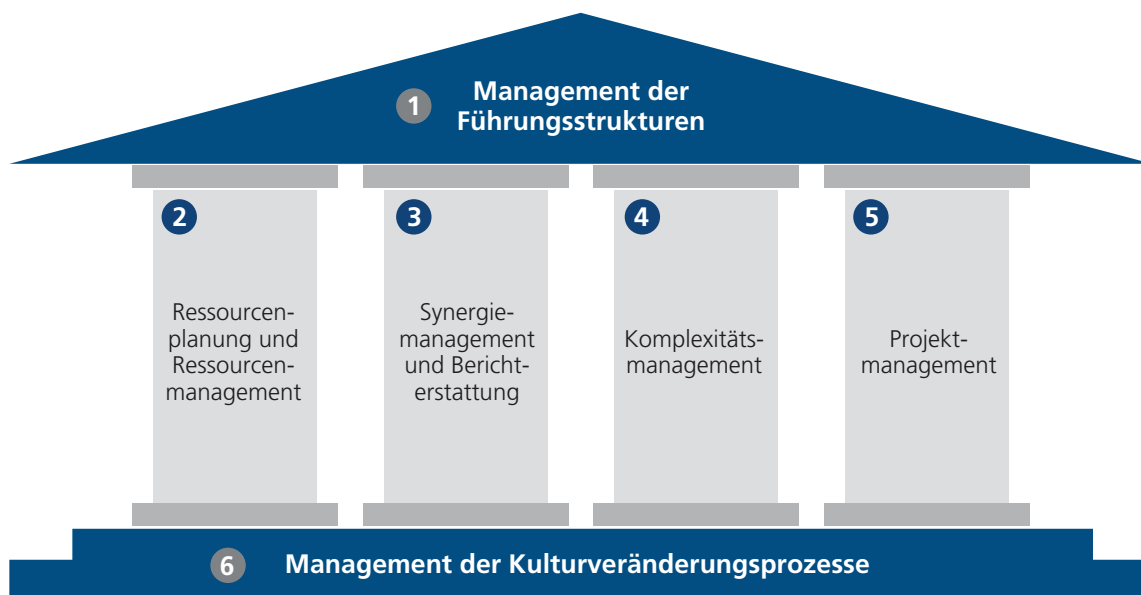
13 Vgl. Beyer H.-M., Brüseken S. (2011); Hoffmann, N. (2008); Bansraj, D. und H. Smit (2017).

14 Vgl. BCG Report, Siehe 5, 2016, S. 2.

15 Vgl. Hoffman N., German Buy outs adopting a buy and build strategy: Key characteristics, value creation and success factors, 2008.

## Abb. 1 • Sechs Dimensionen für erfolgreiche Umsetzung der Build-Phase

Quelle: Eigene Darstellung



Wie andere Forscher vor ihm, konzentriert sich Hoffmann ebenfalls auf Erfolgsfaktoren in der Buy-Phase und liefert wenige Erkenntnisse zur Build-Praxis.

Daher erweitert der folgende Beitrag die Perspektive bisheriger Forschung und stellt die Rahmenbedingungen dar, unter denen Finanzinvestoren bei Primary-Transaktionen im deutschen KMU-Segment die geplante Buy & Build-Wertsteigerung insbesondere in der für die Umsetzung kritischen Build-Phase erreichen und welche Herausforderungen dabei zu beachten sind. Es werden hier die Untersuchungsergebnisse einer in 2019 durchgeführten, empirischen Analyse präsentiert.

### 4. Sechs Thesen zu Erfolgsfaktoren in der Build-Phase

Die Art und Weise, wie die Build-Phase von Finanzinvestoren im Rahmen der Buy & Build-Umsetzung im deutschen, durch kleine und mittelständische Familienunternehmen geprägten Umfeld gemanagt wird, kann je nach Plattform- beziehungsweise Zielunternehmen und allgemeiner Situation sehr unterschiedlich sein. Die theoretischen Grundlagen und empirischen Fallstudien deuten jedoch darauf hin, dass dieselben fundamentalen Elemente Gültigkeit haben (siehe Abb. 1).

**1. Management der Führungsstrukturen:** Die vorangegangenen Untersuchungen zu Post-Merger-Integration und Buy & Build-Strategien haben gezeigt, dass ein starkes Management kritisch für den Erfolg ist. Es wird darauf hingewiesen, dass Integrationserfahrung dafür

unabdingbar ist.<sup>16</sup> Dabei muss die neue Führungsstruktur spätestens bis zum Closing definiert sein, damit neue Führungskräfte frühzeitig in den M&A-Prozess eingebunden werden.<sup>17</sup> Oft fehlen aber in den Familienunternehmen im deutschen Mittelstand Integrations-erfahrung und Kompetenzen.<sup>18</sup> Dies, verbunden mit der Notwendigkeit von Veränderungen im Unternehmen, die die Buy & Build-Umsetzung mit sich bringen, erfordert eine Erneuerung der Führungsstrukturen. Insbesondere bei Primary-Transaktionen im deutschen Mittelstand können Veränderungen aufgrund der patriarchalischen Führung der Altgründer oder aufgrund von Normen und Werten, an denen Familienunternehmen festhalten, nicht erwünscht sein und somit sabotiert werden. Kulturveränderung und Transformationsprozesse gestalten sich schwierig, sollte die operative Führung dies nicht ausdrücklich unterstützen. Wie insbesondere Fallstudien aufzeigen, wird die Integration erschwert, sollte die Familie beziehungsweise die Altgründer nach der Transaktion in operativer Verantwortung verbleiben. Eine erfolgsversprechende Option wäre, die Managementstrukturen durch Neueinstellung integrationserfahrener Manager zu stärken und das Wissen sowie Netzwerke der Altgründer beziehungsweise vorherigen Shareholder durch Vergabe von Beiratsmandaten zu behalten. Die Erfahrung aus der

<sup>16</sup> Vgl. Fordyce, J.H., Stewart, S., Leveraged Buildups: Strategic Twists For Financial Buyers, in: Mergers & Acquisitions: The Dealmaker's Journal, 28, 4, 1994, S. 50.; Zengerling, K., Buy and Build - Mit Private Equity zur Marktführerschaft, 2003, S. 26.; Hoffman N., German Buy outs adopting a buy and build strategy: Key characteristics, value creation and success factors, 2008, S. 155-156, 187.

<sup>17</sup> Vgl. Furtner, S., Management von Unternehmensakquisitionen im Mittelstand: Erfolgsfaktor Post-Merger-Integration, 2. Auflage, 2011, S. 97-98.

<sup>18</sup> Vgl. Furtner, S., Management von Unternehmensakquisitionen im Mittelstand: Erfolgsfaktor Post-Merger-Integration, 2. Auflage, 2011, S. 48.

Praxis der Beteiligungsgesellschaften stützt die Annahme, dass eher integrationserfahrene Manager nach der Transaktion in der operativen Geschäftsführung eingesetzt werden und die Gründer eine beratende Rolle annehmen sollten.<sup>19</sup>

**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.*

**2. Ressourcenplanung und -management:** Priorisierung und Fokussierung auf strategischer und operativer Ebene macht oft den Unterschied zwischen Erfolg und Misserfolg. Durch frühzeitige Priorisierung werden die Erfolgsquoten von Wertsteigerungsprojekten erhöht. Der Fokus liegt auf Zielerreichung, Bedenken operativer Teams bei Entscheidungen werden reduziert und der Umsetzungsrahmen wird definiert. Wie Fallstudien zeigen, ist die Priorisierung in der Integration auch Grundlage für die Ressourcenplanung, die wiederum die Umsetzbarkeit der Projektvorhaben sicherstellt. Dabei wurde verdeutlicht, dass insbesondere Entscheidungskonflikte bei Ressourcenengpässen gelöst werden konnten. Während fehlendes Integrationsbudget, insbesondere für IT-Themen, bei Fallunternehmen zu signifikanten zeitlichen Verschiebungen von Integrationsprojekten geführt hat, haben die Priorisierung und Ressourcenplanung für ausreichende Finanzierung der Projekte, geringere Mitarbeiterüberforderung und somit Einhaltung der Zeitpläne gesorgt. Da personelle und finanzielle Mittel insbesondere bei kleinen und mittelständigen Unternehmen begrenzt sind, waren die Maßnahmen erfolgsentscheidend. Dies belegen auch die empirischen Untersuchungsergebnisse von Jansen, Lucks und Meckl<sup>20</sup>.

**These 2:** *Frühzeitige Priorisierung sowie klarer Fokus auf Ressourcen minimieren die Zielverfehlung bei einer Buy & Build-Strategieumsetzung. Dabei spielt die Budgetierung der Integrationsabläufe insbesondere im IT-Bereich die wichtigste Rolle.*

**3. Synergiemanagement und Berichterstattung:** Viele praktische Erfahrungen und empirische Studien zeigen, dass die bei Buy & Build-Transaktionen oft erhofften Synergiepotenziale in der Build-Phase nicht gehoben werden.<sup>21</sup> Das liegt einerseits an der falschen Einschätzung der Potenziale und andererseits an erheblichen Mängeln in der Realisierung. Die erfolgreiche Schöpfung

von Synergien hängt vom Ausmaß des betriebenen Synergiemanagements ab.<sup>22</sup> So sollte die Synergie nicht nur „erhofft“, sondern detailliert berechnet, geplant, kommuniziert und regelmäßig getrackt werden. Am effektivsten ist dabei ein integrierter Ansatz. Man berechnet die Synergien zwecks Bewertung noch vor dem Closing nach dem Top-down-Prinzip seitens der Finanzinvestoren sowie für das Monitoring Bottom-up durch das Top-Management nach dem Closing.<sup>23</sup> Diese Informationen, vervollständigt durch allgemeine Finanzkennzahlen, die die tatsächlichen Integrationsergebnisse und Unternehmenserfolge widerspiegeln, sind Voraussetzungen für ein erfolgreiches Controlling. Darüber hinaus sollte die gebildete Unternehmensgruppe idealerweise über ein ausgefeiltes Berichtssystem verfügen, um das Projekt steuern und bewerten zu können. Bestehende empirische Untersuchungen von Jansen und praxisorientierte Studien von PwC, BCG, Accuracy und AON Hewitt sowie die Ergebnisse der Fallstudien belegen, dass abgestimmte Synergieplanung und ein integriertes Berichtssystem die Erfolgchancen bei der Buy & Build-Umsetzung erhöhen<sup>24</sup>.

**These 3:** *Abgestimmte 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.*

**4. Komplexitätsmanagement:** Im Hinblick auf das Integrationsmanagement erscheint es plausibel, dass die Integration eines großen Unternehmens im Vergleich zu einem kleineren Unternehmen viel schwieriger ist.<sup>25</sup> Die höhere Komplexität größerer Organisationen, insbesondere aufgrund der größeren Anzahl der involvierten Rechtssubjekte und Personen sowie Verflechtungen in betrieblichen Prozessen, ist ein wesentlicher Grund für diese Annahme. Die vorliegende empirische Studie von Albrecht zeigt einen positiven Zusammenhang zwischen der Größe des Zielunternehmens und dem M&A-Erfolg. Bei inländischen M&A-Transaktionen stellt Bühner fest, dass die Integration umso erfolgreicher ist, je kleiner das Zielunternehmen ist. Auch die Ergebnisse der Fallstudien unterstützen die Annahme hinsichtlich der Komplexitätsreduktion.

**These 4:** *Komplexitätsreduktion sowohl aus gesellschaftsrechtlicher als auch aus operativer Sicht trägt zur erfolgreichen Umsetzung von Buy & Build-Konzepten bei.*

<sup>19</sup> Vgl. Die Finance Midmarket-Private-Equity-Monitors, Nov. 2015, 2016 und Jan. 2019.

<sup>20</sup> Vgl. Jansen, S.A., M & A - Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, 2016; Vgl. Lucks, K./Meckl, R.: Internationale Mergers & Acquisitions: der prozessorientierte Ansatz, Berlin et al., 2002.

<sup>21</sup> Vgl. Sirower Mark L., Sahri S., Avoiding the „synergy trap“: Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 18, Issue 3, 2006.

<sup>22</sup> Vgl. Furtner, S., Management von Unternehmensakquisitionen im Mittelstand: Erfolgsfaktor Post-Merger-Integration, 2. Auflage, 2011, S. 123-125

<sup>23</sup> Vgl. Lohwasser E., Böß M., Synergiebewertung als Erfolgsrezept bei M&A-Transaktionen: Herausforderungen und Empfehlungen, M&A Review, 29. Jahrgang 1-2/2018, Frankfurt am Main, S. 2-9

<sup>24</sup> Vgl. Jansen, S.A., M & A - Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, 2016; Vgl. BCG Report, S. 5, 2016; Vgl. PwC Report, Buy and Build: a strategy of the times, 2018; Vgl. Accuracy/AON Hewitt: Post Merger Integration – Von Profis lernen, 2015.

<sup>25</sup> Vgl. Hoffman N., German Buy outs adopting a buy and build strategy: Key characteristics, value creation and success factors, 2008, S. 153.

5. *Projektmanagement*: Sowohl akademische Literatur als auch Praktiker verweisen auf die Bedeutung von Erfahrung und Routine, wenn es um Erfolg bei M&A-Projekten geht. M&A und Buy & Build sind vergleichbar mit Großprojekten. Der Erfolg hängt von ähnlichen Faktoren wie strukturierter Projektplanung und professionellem Projektmanagement ab.<sup>26</sup> So wurde festgestellt, dass PMO-Strukturen direkt und indirekt zur Wertschöpfung beitragen, indem sie strukturierte Berichterstattung und Monitoring fördern, die Agenturkosten senken und die Umsetzung der Buy & Build-Strategie sicherstellen.<sup>27</sup> Empirische M&A-bezogene Forschung<sup>28</sup> sowie die Fallstudienanalyse der durchgeführten Analyse stützen diese Annahme.

**These 5:** *Durch den Einsatz klarer PMO-Strukturen in Portfolio-Unternehmen können die Buy & Build-Ziele effektiver und effizienter erreicht werden.*

6. *Management der Kulturveränderungsprozesse*: Jedes Unternehmen hat typischerweise eine eigene Unternehmenskultur (Führungsstil, Statussymbole, Seniorität der Führungskräfte). Die Integration von Unternehmen wird schwieriger, wenn die kulturelle Übereinstimmung zwischen den Organisationen gering ist und nicht gemanagt wird. Dabei spielt eine strukturierte, zeitnahe und transparente Kommunikation eine große Rolle. Forschungsergebnisse von Bamberger bestätigen die positive Korrelation zwischen kulturellem Fit und M&A-Erfolg<sup>29</sup>. Dies stimmt mit den Erkenntnissen der wissenschaftlichen Literatur überein.<sup>30</sup>

**These 6:** *Das aktive Management der Kulturveränderungsprozesse sowie transparente Kommunikation sind die Haupterfolgskriterien der Build-Phase.*

## 5. Zwischenfazit und Ausblick

Buy & Build hat insbesondere für Finanzinvestoren im aktuellen Markt große Aktualität. Wie der erste Teil dieses Beitrages darlegen konnte, fehlt es allerdings noch an Verständnis, was den Erfolg in der kritischen Build-Phase ausmacht beziehungsweise treibt. Im in der nächsten Ausgabe der M&A REVIEW erscheinenden zweiten Teil der Untersuchung werden die hier dargelegten Thesen mit Hilfe qualitativer wie auch empirischer

statistischer Methoden überprüft. Basis hierbei sind konkrete Fallstudien sowie eine breit angelegte Expertenbefragung. Besonderer Augenmerk wird auf den daraus abgeleiteten Handlungsempfehlungen für Finanzinvestoren gelegt: Wie kann ein Buy & Build-Konzept, das immer öfter die Basis für Wertsteigerung bilden soll, auch wirklich erfolgreich implementiert werden? ■

## Methode der Untersuchung

Die Autorin führte eine umfassende, fallstudienbasierte Untersuchung zu Buy & Build-Umsetzung im deutschen KMU-Markt durch. Basierend auf zwei konkreten Investments im deutschen Mittelstand, deren Strategie explizit auf einem Buy & Build-Konzept beruht, wurden Thesen zu Herausforderungen und Erfolgsfaktoren in der Build-Phase aufgestellt. Die Fälle standen für explizit entgegengesetzte Situationen – erfolgreiche versus herausfordernde Buy & Build-Umsetzung. Im weiteren Verlauf der Studie wurden die aufgestellten Thesen anhand einer breiteren, fragenbogenbasierten Expertenbefragung getestet. Dazu wurde gezielt eine Vielzahl überwiegend deutscher PE- und Beteiligungsgesellschaften sowie Family Offices mit Fokus auf Primary-Transaktionen im deutschen KMU-Segment befragt. Damit ist die vorliegende Studie die umfassendste verfügbare Analyse effektiver Mechanismen zur Wertschöpfung im Rahmen der Buy & Build-Konzepte von Finanzinvestoren im deutschen Markt und zeigt auf, wie Beteiligungsgesellschaften ihre Portfoliounternehmen aktiv in der Build-Phase entwickeln. Ziel der Studie war es, Handlungsempfehlungen und Best-Practice-Ansätze für Finanzinvestoren, die in deutsche, überwiegend familien- beziehungsweise gründergeführte KMU investieren und dabei Buy & Build-Strategien verfolgen, herauszuarbeiten.



**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](mailto:alla.dubrovina@vrep.de)

<sup>26</sup> Vgl. Furtner, S., Management von Unternehmensakquisitionen im Mittelstand: Erfolgsfaktor Post-Merger-Integration, 2. Auflage, 2011, S. 51-53.

<sup>27</sup> Vgl. Berg, A., Gottschalg, O. F., Understanding value creation in buyouts. *Journal of Restructuring Finance*, 1(2), 2005, S. 1–29; Jensen M.C. Eclipse of the Public Corporation. In: *Harvard Business Review*, S. 61–74.

<sup>28</sup> Vgl. Gomez, P./Weber, B. (1989), S. 39-75., Lucks, K./Meckl, R. (2002), S. 93-94, 131-132, 170-171, 193-195, 207-209, 223-225 und Grube, R./Töpfer, A. (2002), S. 55-58.

<sup>29</sup> Vgl. Bamberger, B., Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland: Eine theoretische und empirische Untersuchung, Bergisch-Gladbach/Köln, 1994.

<sup>30</sup> Vgl. Borell M., Heger D. (2013) Sources of Value Creation Through Private Equity-backed Mergers and Acquisitions: The Case of B&B Strategies, Discussion Paper No. 13-094, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim; Furtner, S. (2006). Erfolgsfaktoren für M&A-Aktivitäten.