

Aktuelle Trends und innovative Kooperationsmodelle zwischen Industrie und Finanzinvestoren bei Management Buyouts am Beispiel der Chemie- und Pharmaindustrie

Dr. Gunter Festel, Festel Capital, Hünenberg/Schweiz

1 Einleitung

Seit einigen Jahren befindet sich die chemische Industrie im Umbruch, da sich der Trend zu fokussierten Unternehmen weitgehend durchgesetzt und die Industrielandschaft bereits stark verändert hat. Die zunehmende Shareholder Value-Orientierung unterstützt diese Entwicklung, sich verstärkt auf rendite- und wachstumsstarke Geschäftsfelder auszurichten und damit unterkritische und unrentable Aktivitäten abzustoßen. Diese werden in zunehmendem Maße von Finanzinvestoren im Rahmen von Management Buyouts übernommen. Von Finanzinvestoren abgewickelte Transaktionen in der Chemie stellen mittlerweile etwa ein Viertel aller M&A-Aktivitäten dar. In der Pharmaindustrie gibt es im deutschsprachigen Raum noch wenige Beispiele für größere Buyouts, allerdings gibt es deutliche Hinweise für verstärkte Buyout-Aktivitäten in Zukunft.

Dieser Artikel beschreibt aktuelle Trends bei Management Buyouts in der chemischen und pharmazeutischen Industrie auf Basis einer Umfrage, bei welcher etwa 30 Entscheider aus Management Buyouts, traditionellen Chemie- und Pharmaunternehmen sowie Private Equity-Firmen befragt wurden. Ein wichtiger Aspekt ist die oft zitierte Zusammenarbeit zwischen Industrie und Finanzinvestoren auf Basis innovativer Kooperationsmodelle. Allerdings ist in der Praxis das Bild einer solchen Zusammenarbeit noch weitgehend unklar, obwohl es speziell in der Pharmaindustrie schon zahlreiche Beispiele gibt.

2 Zunehmende Bedeutung von Buyouts

Die Chemie- und Pharmaindustrie ist trotz der hohen Komplexität und der bislang geringen Zahl an erfolgreichen Exits im deutschsprachigen Raum ein interessantes Betätigungsfeld für Private Equity-Firmen. Es wird

erwartet, dass aufgrund der zukünftigen Umstrukturierungen weiterhin zunehmende Buyout-Aktivitäten stattfinden. Die treibenden Kräfte in der Chemie- und Pharmaindustrie sind dabei allerdings unterschiedlich und sollen im Folgenden näher betrachtet werden.

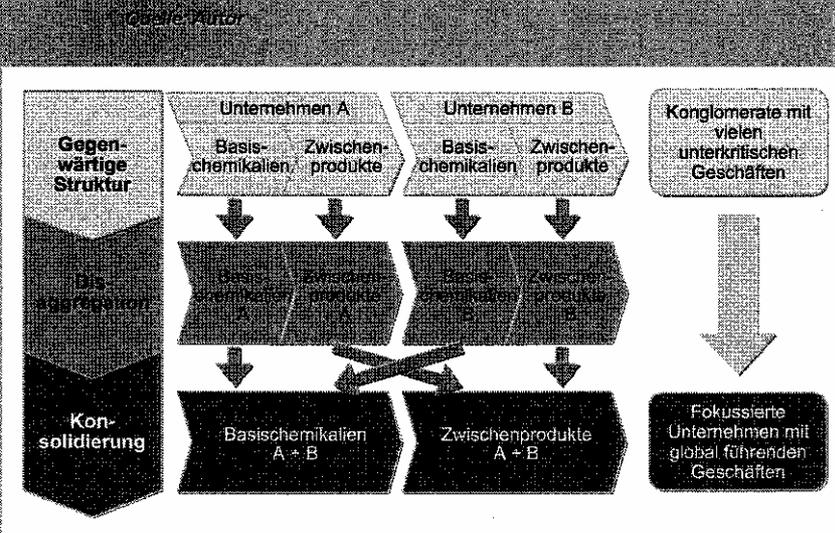
2.1 Buyouts in der Chemieindustrie

Der Trend zur Fokussierung auf Kerngeschäftsfelder und die Abgabe von Nebenaktivitäten ist in der Chemieindustrie ungebrochen. Um in den Kernaktivitäten wachsen zu können, muss man sich von Gebieten trennen, die keine oder geringe Synergien zum Kerngeschäft aufweisen und in denen eine führende Position nicht erlangt werden kann. Das Ergebnis ist eine Entwicklung von den historisch gewachsenen Konglomeraten mit vielen unterkritischen Geschäften hin zu fokussierten Unternehmen mit global führenden Geschäften (Abb. 1). Das prominenteste Beispiel für diese Entwicklung ist sicherlich die ehemalige Hoechst AG.

Aufgrund einer Vielzahl von Faktoren (Größe, Fragmentierung mit vielen globalen Nischenmärkten) eignet sich gerade die chemische Industrie hervorragend für Buyouts und entsprechend waren in der Vergangenheit in diesem Bereich im deutschsprachigen Raum eine Vielzahl von Buyouts zu verzeichnen. Sind früher von den Finanzinvestoren überwiegend kleinere Randaktivitäten übernommen worden, so ist inzwischen auch die Scheu vor großen Übernahmen bis hin zu global aufgestellten Unternehmen gewichen. Beispiele sind der Kauf von Messer Griesheim durch Allianz Capital Partners und Goldman Sachs oder der Kauf von Cognis durch Permira und Goldman Sachs. Weitere Beispiele sind der Kauf von Zeneca's Spezialchemiegeschäft durch Cinven und Investcorp, der Kauf des Epoxidharzgeschäftes der Ciba Spezialitätenchemie durch Morgan Greenfell Private Equity, die Veräußerung von Shell's Epoxidharzgeschäft an Apollo oder des PVC-Herstellers Vinnolit an Advent International.

Der Schwerpunkt der Buyout-Aktivitäten liegt immer noch bei Transaktionen, bei denen strategische Käufer nicht zu finden sind. Ein Buyout durch den Einstieg eines Finanzinvestors ist manchmal die einzige Alternative, um Arbeitsgebiete zu restrukturieren. Dies kann beispielsweise der Fall sein, falls wettbewerbsrechtliche Probleme beim Kauf durch ein anderes Industrieunternehmen auftreten oder sich alle industriellen Investoren mehr oder weniger aus diesen Bereichen zurückziehen möchten. Die zunehmende Realisierung von Industrieparkkonzepten an großen Chemiestandorten erleichtert zudem das Heraustrennen von einzelnen Geschäften mittels Buyout aus einem bestehenden Verbund.

Abb. 1: Zunehmende Fokussierung in der Chemieindustrie



2.2 Buyouts in der Pharmaindustrie

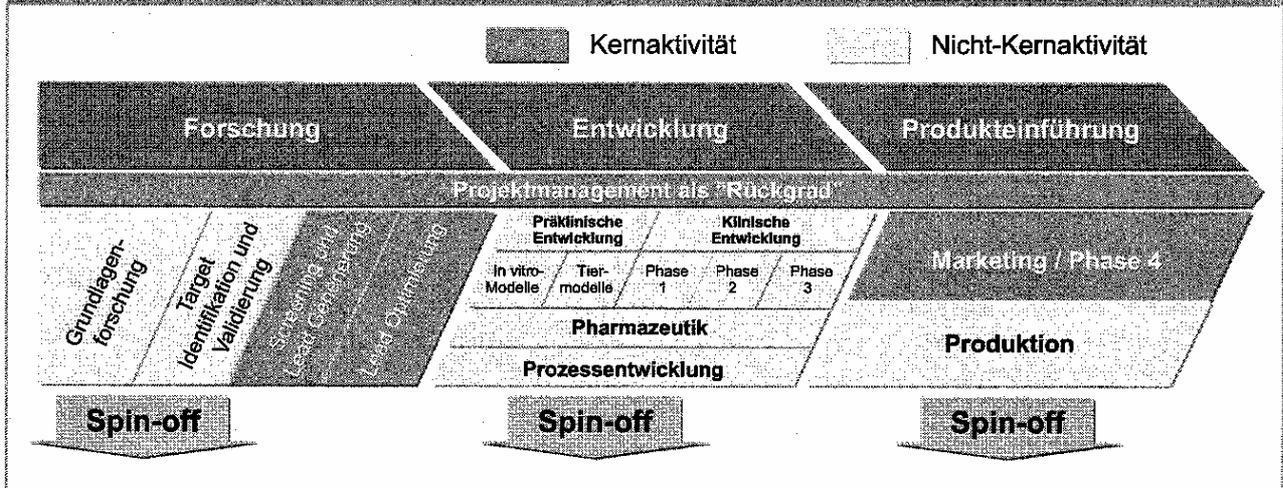
Das Thema Management Buyout hat in der Pharmaindustrie noch deutlich weniger Stellenwert als in der Chemieindustrie. Der Grund liegt zu einem großen Teil darin, dass die Pharmaindustrie einen geringeren Reifegrad als die Chemieindustrie hat und daher Restrukturierungen noch weniger an der Tagesordnung sind. Es ist nämlich bei Betrachtung von Buyouts durchaus zu erkennen, dass der Restrukturierungsgedanke, sei es im Rahmen der Restrukturierung eines Unternehmens oder der Restrukturierung einer ganzen Industrie, immer noch eine wesentliche Triebkraft für Buyouts ist.

In der Pharmaindustrie zeigt sich aber mittlerweile speziell im Bereich Forschung und Entwicklung ein interessanter Trend, der die Anzahl an Buyouts in naher Zukunft deutlich steigen lassen könnte. Eine Marktstudie von Mitte 2002, bei welcher Entscheider aus den F+E-Organisationen von 15 Pharmaunternehmen in Deutschland und der Schweiz befragt wurden, zeigte Erstaunliches. Die traditionell gewachsenen Strukturen bei kontinentaleuropäischen Pharmaunternehmen, bei welchen alle Schritte bei der Erforschung und Entwicklung neuer Wirkstoffe in den Unternehmen durchgeführt werden, werden sich tendenziell auflösen (Abb. 2, Seite 318).

Nur die Identifizierung und Optimierung von Wirkstoffstrukturen sowie das Vermarkten von Produkten werden als Kernaktivitäten gesehen, die ausschließlich innerhalb der Pharmaunternehmen durchgeführt werden sollten. Alle anderen Aktivitäten könnten prinzipiell von externen Dienstleistern zugekauft und die entsprechenden internen Abteilungen organisatorisch abgespalten werden. Ein professionelles Projektmanagement, welches in den Pharmaunternehmen angesiedelt ist, stellt die effektive und effiziente Zusammenarbeit zwischen Pharmaunternehmen und Dienstleistern sowie den Know-how-Transfer sicher. Ein prozessorientiertes Vorgehen, verbunden mit neu definierten Schnittstellen zwischen Pharmaunternehmen und Dienstleister, bewirkt damit

Abb. 2: Dekonsolidierung der Wertschöpfungskette in der Pharmaindustrie

Quelle: Autor



zumindest teilweise neue Strukturen in der Pharmaindustrie. Gerade im F+E-Bereich ist das durch eine Ausgliederung bedingte höhere Maß an Flexibilität und Risikobereitschaft der entscheidende Faktor zur Verbesserung der Innovationsfähigkeit. Die Pharmakonzerne reduzieren dadurch ihre Komplexität und können sich verstärkt auf die Kerngebiete konzentrieren.

Als Folge dieser Dekonsolidierung bisher weitgehend integrierter F+E-Prozesse werden in Zukunft immer mehr Spin-offs auch in Form von Buyouts entstehen. BioXell, ein auf Immunologie spezialisiertes, Forschungsorientiertes Unternehmen in Mailand, ist der jüngste Spin-off des Roche-Konzerns. Bei der selektiven Ausgliederung von F+E-Aktivitäten mittels Buyouts hat Roche mit Actelion und Basilea Pharmaceutica in der Schweiz schon umfangreiche Erfahrungen gesammelt. Im Bereich Pharmaentwicklung gibt es mittlerweile auch eine Reihe erfolgreicher Buyouts. Focus Clinical Drug Development wurde als Dienstleister im Bereich der Durchführung von klinischen Studien bereits 1994 von SmithKline Beecham in Neuss abgespalten. Solvias als Spin-off von Novartis und Covidence als Spin-off von Aventis folgten. Der Grund für die letztgenannten Buyouts waren die großen Merger im Pharmabereich und der damit verbundene Abbau von redundanten Kapazitäten im F+E-Bereich. Die Pharmaunternehmen waren an der Finanzierung der Buyouts signifikant beteiligt.

3 Erfolgsfaktoren für Buyouts

3.1 Auswahl geeigneter Buyouts und Planung des Exits

Die Auswahl von Buyoutkandidaten erfolgt im Wesentlichen auf Basis der Cash-flow-relevanten Kennzahlen. Für Finanzinvestoren gibt es damit keinen grundsätzlichen Unterschied zwischen den einzelnen Chemie- und Pharmasegmenten und so ist Pharma oder die Fein- und Spezialitätenchemie nicht definitionsgemäß attraktiver als ausgesuchte Segmente der Basischemie. Es darf nicht ver-

gessen werden, dass der Anteil der Management Buyouts, deren Exit ein Börsengang ist, nur bei ca. 20% liegt, weswegen bei der Planung und Durchführung eines Buyouts die Attraktivität für einen Börsengang nicht unbedingt im Fokus steht und aus Anlegersicht vermeintlich eher unattraktive Geschäfte wie z.B. chemische Grundprodukte grundsätzlich die gleichen Chancen für einen Buyout haben wie vermeintlich attraktivere Geschäfte.

Die solide Geschäftsstruktur von Unternehmen in der Chemie- und Pharmaindustrie wirkt sich bei der derzeit schwierigen Exit-Situation positiv aus. Gerade bei den jetzt absehbar längeren Haltezeiten wird die eigenständige, langfristige Profitabilität der akquirierten Geschäfte für die Finanzinvestoren zunehmend erfolgsentscheidend. Solange die Investitionen eine stabile Geschäftsgrundlage haben und solide Gewinne erwirtschaften, kann eine längere Haltezeit leichter ertragen werden.

Der zeitliche Horizont für die Haltezeit wird in der Umfrage im Durchschnitt mit knapp 4 Jahren angegeben, wobei im Durchschnitt das Management von Buyouts mit 1,5 Jahren eine deutlich geringere Haltezeit annimmt als Manager aus Chemie- und Pharmaunternehmen mit 4 Jahre und Private Equity-Firmen mit 6 Jahren. Überraschend ist das Umfrageergebnis, dass die Exit-Strategie und der Zeithorizont in den wenigsten Fällen schon vor der Transaktion festgelegt werden. Da bisher nur wenige Chemie- und Pharma-Buyouts einen erfolgreichen Exit vorweisen können, wird die Erarbeitung eines vorausschauenden Exit-Szenarios allerdings als zunehmend wichtig angesehen.

3.2 Bedeutung des Managementteams

Nach einem Buyout erfolgt eine eindeutige Fokussierung auf die Kernaktivitäten, welche die volle und ungeteilte Aufmerksamkeit des Managements erhalten. Die eindeutige Fokussierung des Managements schafft dabei Klarheit der Zielsetzung und eindeutige Leistungsvorgaben. Dieser Aspekt ist vor allem nach dem Herauslösen von

Geschäften aus Chemie-Konglomeraten der entscheidende Faktor, da viele vermeintlich weniger attraktive Chemie-Geschäfte in den alten Konzernstrukturen sehr „stiefmütterlich“ behandelt wurden. Nach einem Buyout werden zudem die Geschäftsprozesse sehr schnell an die neuen Anforderungen angepasst. Die Reibungsverluste innerhalb großer und schwerfälliger Konzerne fallen weg und es kann ein Abschneiden „alter Zöpfe“ durch einen faktischen Neuanfang erfolgen.

Der wichtigste, aber auch am häufigsten unterschätzte Erfolgsfaktor ist die Qualität des Managementteams. Die Umfrage bestätigte deutlich diese allgemein bekannte Tatsache. Moderne Methoden der Beteiligung des Managements und der Mitarbeiter sind ein wesentlicher Bestandteil für die erfolgreiche Durchführung eines Buyouts. Der größte Hebel zur Motivation des Managements bleibt die Eigenkapitalbeteiligung und deren Ausrichtung auf Kenngrößen. Die starke Beteiligung von Management und natürlich auch Mitarbeitern am Unternehmenserfolg durch leistungsorientierte Anreizsysteme verbessern Motivation und Qualität der Zusammenarbeit. Signifikante und sehr stark an den Unternehmenserfolg gekoppelte Anreizsysteme garantieren aber auch, dass eine gute Übereinstimmung zwischen individuellen Anreizen und Unternehmensinteressen besteht. Die Eigenkapitalbeteiligung sollte allerdings dem oberen Management vorbehalten sein und eine Verwässerung der Anteile vermieden werden. Bei einer größeren Gruppe von Beteiligten werden die Entscheidungsprozesse deutlich verlangsamt und die rechtliche und vertragliche Situation nimmt an Komplexität stark zu. Für das mittlere Management bzw. die Mitarbeiter gibt es eine Reihe von alternativen Anreizsystemen, die auch genutzt werden sollten.

3.3 Spezialisierung der Private Equity-Firmen

Private Equity-Firmen haben Schwierigkeiten, die in der Chemie- und Pharmaindustrie bestehende Komplexität zu beherrschen (Verbundstruktur, Regularien, Zyklizität). Dies stellt eine Markteintrittsbarriere dar, die dazu führt, dass nur wenige Private Equity-Firmen Chemie- und Pharma-Buyouts erfolgreich durchführen können.

Bedingt durch die längeren Haltezeiten wird sich der Gesamterfolg von Buyouts und damit auch der Erfolg der Finanzinvestoren zunehmend durch gutes Management der Portfoliounternehmen durch die Finanzinvestoren bestimmen. Private Equity-Firmen müssen daher ein fundiertes Industrieverständnis entwickeln, um während der Haltezeit gemeinsame mit dem Management eine adäquate Wertsteigerung durch Restrukturierung und Wachstum zu erzielen. Private Equity-Firmen mit solidem Branchenwissen können in diesen Fällen langfristig Vorteile gegenüber nicht spezialisierten Finanzinvestoren erzielen und sich dadurch deutlich differenzieren. Finanzinvestoren mit guten Branchenkenntnissen werden in Zukunft eine zunehmend aktive Rolle spie-

len und die akquirierten Firmen strategisch, in einzelnen Aspekten auch personell und operativ unterstützen. Dabei werden auch zunehmend neue Kooperationsmodelle zwischen Chemieunternehmen und Finanzinvestoren zur Anwendung kommen.

4 Neue Kooperationsmodelle zwischen Chemieunternehmen und Finanzinvestoren

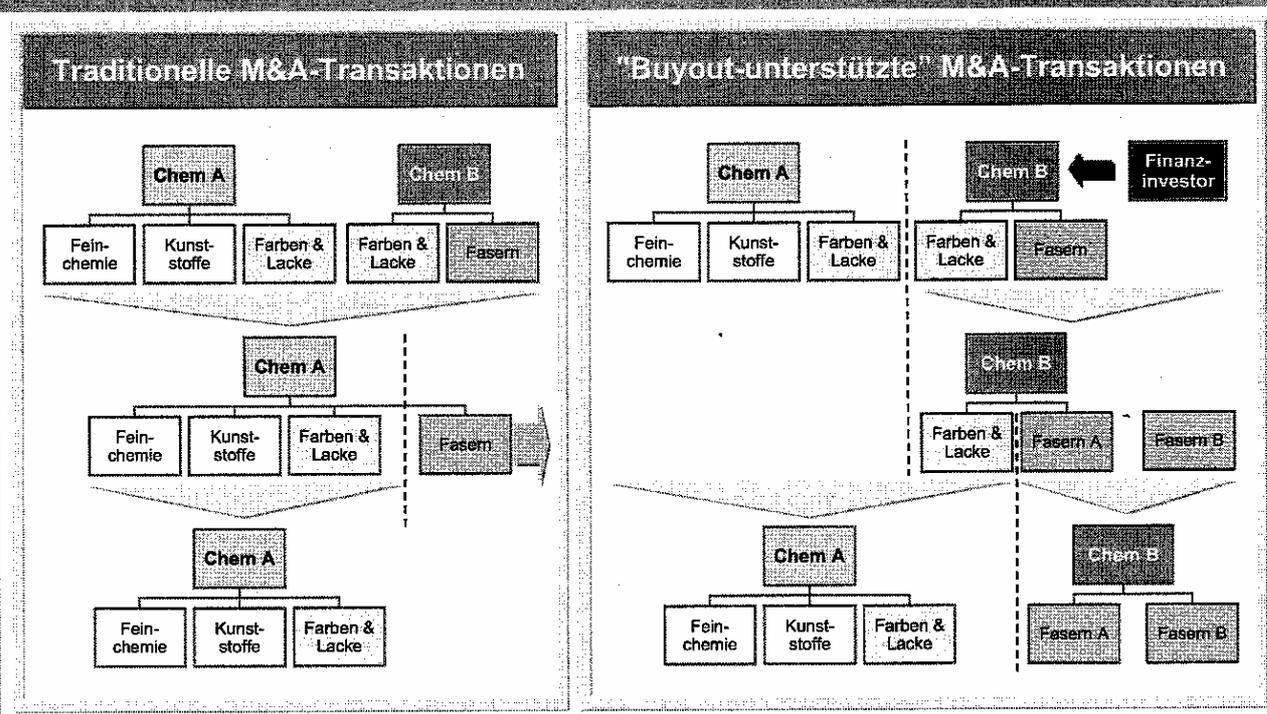
Die Industrierestrukturierung bringt zunehmend komplexere Transaktionen mit sich, die von Industriekäufern alleine nur schwer gehandhabt werden können. Industrielle Investoren meiden daher zunehmend die Akquisition großer, komplexer Geschäftseinheiten, deren Portfolio nicht schon optimal zu den bestehenden Geschäften passt. Solche größeren Investitionen ziehen in aller Regel noch umfangreiche Restrukturierungsmaßnahmen nach sich, damit sie in die bestehenden Geschäfte integriert und Kosteneinsparpotenziale durch Synergien realisiert werden können. So werden auch von den Kapitalmärkten die Schwierigkeiten bei der Integration großer Akquisitionen aufmerksam und zunehmend skeptisch betrachtet. Vor diesem Hintergrund steigt die Attraktivität für ein aktives Zusammenspiel von Industrieunternehmen und Finanzinvestoren. So sehen über 70% der Befragten in der Umfrage die klare Entwicklung, dass Chemie- und Pharmaunternehmen von Private Equity-Firmen lernen werden. Über 80% glauben sogar, dass in Zukunft Chemie- bzw. Pharmaunternehmen zunehmend mit spezialisierten Private Equity-Firmen zusammenarbeiten werden.

Dies gilt insbesondere bei der Bewältigung großer und komplexer Transaktionen. Komplexe, diversifizierte Geschäfte könnten über die Zwischenstation Buyout elegant in kleinere Einheiten aufgeteilt und anschließend an industrielle Investoren weitergegeben werden. Die Industrieunternehmen können sich auf die Entwicklung des Kerngeschäfts konzentrieren und die Finanzinvestoren können diese Art des Exits konsequent nutzen. Dieser Aspekt soll im Folgenden anhand eines Beispiels vertieft werden. Chemieunternehmen A möchte im Bereich Farben und Lacke wachsen und die Geschäfte von Unternehmen B, welches zusätzlich noch ein Faser-geschäft besitzt, übernehmen (Abb. 3, Seite 320).

Beim traditionellen M&A-Modell ergeben sich für Chemieunternehmen A eine Reihe von Herausforderungen. Chemieunternehmen B verliert seine Existenz als eigenständiges Unternehmen und entsprechend sind massive Abbaumaßnahmen bei B notwendig (vor allem bei Overhead-Funktionen). Diese Abbaumaßnahmen müssen parallel zur Integration beider Farben- und Lackgeschäfte durchgeführt werden und führen zu einer entsprechenden Unruhe im Unternehmen A. Für das Fasergeschäft muss ein geeigneter Käufer gefunden werden. Bis zum Verkauf belastet das Fasergeschäft das Management von Unternehmen A und reduziert damit die Profitabilität in dessen Kerngeschäften.

Abb. 3 Buyout-unterstützte M&A-Transaktionen in der Chemieindustrie

Quelle: Autor



Gegenüber dem direkten Kauf eines Akquisitionszieles durch das Industrieunternehmen übernimmt bei einer „Buyout-unterstützten“ M&A-Transaktion ein spezialisierter Finanzinvestor nach vorheriger Absprache mit Chemieunternehmen A das Unternehmen B und führt dieses weiter. Die für das akquisitionswillige Unternehmen A interessanten Geschäfte werden zu vorher vereinbarten Konditionen abgegeben. Eine finanzielle Beteiligung von Unternehmen A beim Kauf von B durch den Finanzinvestor stellt die Interessenskongruenz sicher und kann dem Finanzinvestor die Finanzierung erleichtern. Nach dem Verkauf des Farb- und Lackgeschäfts an A und einer Anpassung der Overhead-Strukturen bei B können weitere Fasergeschäfte integriert werden, d.h. die uninteressanten Geschäfte werden mit anderen Geschäften vom Finanzinvestor zu überlebensfähigen Unternehmen zusammengeführt. Ein Exit ist für den Finanzinvestor möglich, indem dieses neue Unternehmen über einen längeren Zeitraum seine Anteile vom Finanzinvestor zurückkauft oder der Finanzinvestor Anteilspakete an institutionelle Investoren abgibt. Die Exit-Route ist vor dem Kauf schon vertraglich festgelegt und in der Finanzierung berücksichtigt. Insgesamt ergeben sich für Chemieunternehmen A niedrigere Transaktionskosten und für das neu gebildete Fasergeschäft überlebensfähige Strukturen.

Die Restrukturierung und Aufteilung von Unternehmen durch Finanzinvestoren und anschließender Kauf einzelner Teile durch die Industrie ist insbesondere bei komplexen Deals aus Industriesicht durchaus attraktiv, da nur interessante Geschäfte zu klar definierten Konditionen gekauft werden. Das unüberschaubare Risiko einer großen und eher unspezifischen Akquisition muss nicht eingegangen

werden und unpopuläre Restrukturierungsmaßnahmen müssen nicht selbst durchgeführt werden. Die Wertsteigerung für den Finanzinvestor ist geringer als beim klassischen Modell, dafür ist die Exit-Realisierung zu einem großen Teil schon klar vorgezeichnet. Damit reduziert sich auch für den Finanzinvestor das Risiko.

Noch spielt diese Art der Zusammenarbeit allerdings eine eher nachrangige Rolle. Als entscheidende Hürde gelten die oft weit auseinander liegenden Preisvorstellungen. Zudem müssen sich Private Equity-Firmen - aus Sicht der Industrie - erst noch als zuverlässiger Partner der Industrie etablieren und ihr langfristiges Interesse an einer Zusammenarbeit unter Beweis stellen.

5 Zusammenfassung

Die Notwendigkeit zur Portfoliooptimierung wird aufgrund der Fokussierung auf Kernaktivitäten und -kompetenzen sowohl in der chemischen als auch der pharmazeutischen Industrie weiterhin zunehmen und intensive Buyout-Aktivitäten zur Folge haben. Damit ist die Chemie- und Pharmaindustrie für Private Equity-Firmen weiterhin ein interessantes Betätigungsfeld. Für Finanzinvestoren gibt es dabei keinen relevanten Unterschied zwischen den einzelnen Chemie- bzw. Pharmasegmenten. Die Auswahl erfolgt im Wesentlichen auf Basis der Cash-flow-relevanten Kennzahlen. Die Exit-Strategie und vor allem der Zeithorizont werden in den wenigsten Fällen schon vor der Transaktion festgelegt. Da bisher nur wenige Chemie- und Pharma-Buyouts einen erfolgreichen Exit vorweisen können, ist die Erarbeitung eines vorausschauenden Exit-Szenarios zunehmend wichtig.

Der differenzierende Erfolgsfaktor für Finanzinvestoren ist die intime Kenntnis der Industrie. Dies wird zu einer zunehmenden Spezialisierung von Private Equity-Firmen führen. Private Equity-Firmen müssen ein fundiertes Industrieverständnis entwickeln, um während der Haltezeit gemeinsam mit dem Management eine adäquate Wertsteigerung durch Restrukturierung und Wachstum zu erzielen. Die hohe Komplexität der Chemie- und Pharmaindustrie stellt eine Markteintrittsbarriere für Private Equity-Firmen dar, so dass nur wenige Private Equity-Firmen Chemie- und Pharma-Buyouts erfolgreich durchführen können.

Chemie- und Pharmaunternehmen erkennen und nutzen zunehmend den strategischen Wert von Buyouts als Portfoliomanagement-Methode. Die Chemieindustrie

denkt zunehmend über Buyouts bei Geschäften nach, für die kein Industriekäufer gefunden werden kann, da wettbewerbsrechtliche Probleme auftreten oder sich alle Industrieunternehmen mehr oder weniger aus diesen Bereichen zurückziehen möchten. Die voranschreitende Industriestrukturierung bringt zudem zunehmend komplexere Transaktionen mit sich, die weder ausschließlich von Industriekäufern noch ausschließlich von Finanzinvestoren erfolgreich gehandhabt werden können. Die Restrukturierung und Aufteilung von Unternehmen durch Finanzinvestoren und anschließender Kauf einzelner Teile durch die Industrie ist insbesondere bei komplexen Deals für beide Seiten vorteilhaft. M&A-Transaktionen lassen sich durch die Kooperation von Industrieunternehmen und Finanzinvestoren einfacher, günstiger und erfolgreicher gestalten.