

Berichte aus der Betriebswirtschaft

**Gunter Festel, Dirk Schiereck (Hrsg.)**

**Die Alchemie von Buy-outs**

Management Buy-outs in der Chemie- und Pharma-Industrie

Shaker Verlag  
Aachen 2003

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

*Festel, Gunter; Schiereck, Dirk (Hrsg.):*

Die Alchemie von Buy-outs : Management Buy-outs in der Chemie- und  
Pharma-Industrie / Gunter Festel, Dirk Schiereck (Hrsg.).

Aachen : Shaker, 2003

(Berichte aus der Betriebswirtschaft)

ISBN 3-8322-1503-4

Copyright Shaker Verlag 2003

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen  
oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungs-  
anlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 3-8322-1503-4

ISSN 0945-0696

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: [www.shaker.de](http://www.shaker.de) • eMail: [info@shaker.de](mailto:info@shaker.de)

# Vorwort

Ausgehend von stabilem organischem Wachstum und forciert durch die Diversifizierungsanstrengungen der siebziger und achtziger Jahre ist eine ganze Reihe von Chemie-Unternehmen zu beachtlicher Größe gewachsen. Seit einigen Jahren befindet sich die chemische Industrie allerdings im Umbruch. Inzwischen hat sich der Trend hin zu fokussierten Unternehmen weitgehend durchgesetzt und die Industrielandschaft bereits stark verändert. Die Chemie-Unternehmen haben erkannt, dass ihnen die Mittel und Ressourcen fehlen, ein breites Portfolio mit ganz unterschiedlichen Anforderungen erfolgreich aus eigener Kraft global weiterzuentwickeln. Daher fokussieren sich die Unternehmen auf definierte Kundensegmente und Produktbereiche und orientieren sich vornehmlich entlang von Wertschöpfungsketten. Die Shareholder-Value-Orientierung unterstützt die Entwicklung, sich verstärkt auf rendite- und wachstumsstarke Geschäftsfelder auszurichten und Aktivitäten abzustößen, in denen keine führende Position erreicht werden kann.

Von Finanzinvestoren abgewickelte Transaktionen in der Chemie haben deutlich zugenommen und stellen etwa ein Viertel aller M&A-Aktivitäten dar. Die hohe Rentabilität von Buy-outs in der Chemie als auch die Vielzahl der in der letzten Zeit abgeschlossenen Buy-out-Deals in der chemischen Industrie lässt erkennen, dass dies ein lukratives Betätigungsfeld ist. Generell hat der Markt für Private Equity-Investitionen in Europa in den letzten Jahren stark an Gewicht gewonnen. Unter Private Equity ist zu verstehen, dass sich Unternehmen nicht über öffentliche Quellen wie etwa Börsen Kapital beschaffen, sondern durch privates Kapital (Private Equity) finanziert werden, wie z.B. durch Gelder aus Pensionsfonds. Ein Großteil des Private Equity wurde in Europa in den vergangenen Jahren in Großbritannien investiert. Der Grund ist ganz einfach die geistige Nähe zu den USA, in denen Private Equity-Finanzierungen eine lange Tradition haben. In Deutschland ist dieses Gebiet noch relativ jung, hat aber gerade deshalb noch ein enormes Potential.

Vor allem in der chemischen Industrie wird die Bedeutung von Buy-outs noch zunehmen, da sich das Portfoliomanagement traditioneller Chemie-Unternehmen und die Vorgehensweise von Buy-out-Firmen ideal ergänzen können. Dies gilt insbesondere bei der Bewältigung großer und komplexer Transaktionen. Allerdings ist es hierfür notwendig, dass sich Buy-out-Firmen spezialisieren und die spezifischen Belange der chemischen Industrie

stärker als bisher berücksichtigen. Die hohe Komplexität der Produkt- und Industriestruktur und die Zyklizität einiger Chemie-Bereiche stellen eine Herausforderung an die Kompetenz und chemie-spezifische Expertise der Buy-out-Firmen dar. Von den derzeit 50-100 Private Equity-Firmen in Deutschland werden nur wenige Firmen komplexe Deals in der chemischen Industrie erfolgreich durchführen können. Diese hohen Eintrittsbarrieren erhöhen aber natürlich wiederum die Attraktivität des Chemie-Marktes für die etablierten und erfahrenen Equity-Häuser.

Über Private Equity-finanzierte Buy-outs wird in der chemischen und auch in der pharmazeutischen Industrie mittlerweile viel diskutiert. Dieses Thema ist spannend, obwohl oder vielleicht gerade weil so wenige genau wissen, um was es sich handelt. 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 Goldman Sachs und Permira. Weitere Beispiele sind der Kauf von Zeneca's Spezialchemiegeschäft durch Cinven und Investcorp, der Kauf von Ciba's Epoxidharzgeschäft durch Morgan Grenfell Private Equity, die Veräußerung von Shell's Epoxidharzgeschäft an Apollo oder des PVC-Herstellers Vinolit an Advent International. In der Pharma-Industrie gibt es im deutschsprachigen Raum noch nicht so viele Beispiele für größere Buy-outs, allerdings zeigen die Beispiele Covidence, Solvias und Viatris, dass auch hier ein interessanter Trend zu beobachten ist.

Es zeigt sich in vielen Gesprächen, dass das Wissen und die Bereitschaft, sich mit Buy-out-Fragestellungen zu befassen, stark ansteigen. Mit zunehmendem Wissen und zunehmenden Erfolgsgeschichten nimmt aber auch der Wunsch der Manager zu, aktiv eine führende Rolle in einem Buy-out wahrzunehmen. Die Gründe dazu sind vielfältig. Unternehmerische Betätigung liegt zurzeit im Trend und viele Divisions- oder Business Unit-Leiter möchten ihr Geschäft ohne die Zügel von oben selbst bestimmen. Neben finanziellen Anreizen dürfte daher auch eine gewisse Frustration über die Nachteile der Einbindung in einen großen Konzern eine starke Triebfeder sein. Interessant erscheinen aber natürlich auch die finanziellen Möglichkeiten einer Beteiligung an einem Buy-out. Die heute anzutreffenden Strukturen ermöglichen es dem Management-Team, sich mit wenigen hunderttausend Euro mit bis zu 10% des Nominalkapitals an großen Buy-outs zu beteiligen.

Dieses Buch soll Managern und allen anderen Personen mit Interesse für Buy-outs helfen, die Abläufe und Erfolgsfaktoren besser zu verstehen. Kompetente Fachleute aus den unterschiedlichsten Fachrichtungen geben einen fundierten Überblick zum Thema Buy-outs in der Chemie- und Pharma-Industrie. Das Ganze wird abgerundet durch zahlreiche Praxisbeispiele aus diesen Industrien.

Wir möchten allen Autoren und insbesondere Jana Kitzmann für ihre Unterstützung danken. Ohne ihre Hilfe wäre dieses Buch nicht zustande gekommen. Danken möchten wir natürlich auch den Sponsoren, ohne deren finanzielle Unterstützung das Buch hätte auch nicht realisiert werden können.

Hünenberg und Oestrich-Winkel, April 2003

Gunter Festel

Dirk Schiereck

## Folgende Sponsoren ermöglichten durch Ihr Engagement die Realisierung dieses Buches



3i Deutschland GmbH,  
Frankfurt



Covidence GmbH,  
Eschborn



Euroforum Deutschland GmbH,  
Düsseldorf



Festel Capital,  
Hünenberg/Schweiz



Solvias AG,  
Basel/Schweiz



Vinnolit GmbH & Co. KG,  
Ismaning

# Inhaltsverzeichnis

<b>PRIVATE EQUITY UND BUY-OUTS</b>	<b>13</b>
1 DESINVESTITIONSMANAGEMENT AM BEISPIEL HOECHST AG/AVENTIS S. A. <i>SCHIERECK/STIENEMANN</i>	15
2 AKTUELLE TRENDS BEI BUY-OUTS IN DER CHEMIE- UND PHARMA-INDUSTRIE <i>FESTEL</i>	38
3 BUY-OUTS ALS INNOVATIVE METHODE ZUR PORTFOLIOOPTIMIERUNG <i>FESTEL</i>	49
<b>BUY-OUTS IN DER CHEMIE-INDUSTRIE</b>	<b>61</b>
4 STRUKTURELLER WANDEL IN DER CHEMIE-INDUSTRIE <i>FESTEL</i>	63
5 SPIN-OFFS UND BUY-OUTS AUS DER SICHT MULTINATIONALER UNTERNEHMEN <i>SELLMANN</i>	81
6 INDUSTRIERESTRUKTURIERUNG MITTELS BUY-OUTS AM BEISPIEL VINNOLIT <i>ERTL</i>	88
<b>BUY-OUTS IN DER PHARMA-INDUSTRIE</b>	<b>103</b>
7 ZUNEHMENDE BEDEUTUNG VON SPIN-OFFS UND BUY-OUTS IN DER PHARMA-INDUSTRIE <i>FESTEL</i>	105
8 COVIDENCE ALS SPIN-OFF DER KLINISCHEN ENTWICKLUNG VON AVENTIS PHARMA <i>OPSOMER/KAPPE</i>	111
9 SOLVIAS: VOM INTERNEN DIENSTLEISTER ZUM MARKTORIENTIERTEN UNTERNEHMEN STOLPERSTEINE EINES UMBAUS UND BALANCEAKT ZWISCHEN HISTORIE UND VISION <i>HOFMEIER</i>	120

<b>DURCHFÜHRUNG EINES BUY-OUTS</b>	<b>133</b>
10 BUY-OUT SELEKTIONSKRITERIEN AUS SICHT EINES FINANZINVESTORS <i>HUEP/SPINNER/SCHNOES</i>	135
11 DIE BEDEUTUNG DES TRANSAKTIONSABLAUFES FÜR EINEN ERFOLGREICHEN MANAGEMENT-BUY-OUT <i>KITZMANN</i>	141
12 FINANZIERUNG VON MANAGEMENT-BUY-OUTS <i>SAMSINGER</i>	149
13 KOSTEN DER GESCHÄFTSTÄTIGKEIT EINES BUY-OUT-UNTERNEHMENS <i>WEGNER/KITZMANN</i>	167
14 DUE DILIGENCE – BEI DER FIRMENAKQUISITION SETZEN INVESTOREN AUF DIE SORGFÄLTIGE PRÜFUNG DER UNTERNEHMEN <i>ALBERTI</i>	175
15 BÖRSENGANG EINE REALISTISCHE EXIT-ALTERNATIVE FÜR EINEN CHEMIE-BUY-OUT? <i>AYLES</i>	181
16 RECHTLICHE UND STEUERLICHE GESICHTSPUNKTE BEI DER VORBEREITUNG UND DURCHFÜHRUNG VON SPIN-OFFS UND BUY-OUTS IN DER PHARMAZEUTISCHEN INDUSTRIE <i>VON EINEM/PAUDTKE</i>	195
<b>GLOSSAR</b>	<b>213</b>
<b>AUTORENVERZEICHNIS</b>	<b>229</b>
<b>LITERATURVERZEICHNIS</b>	<b>237</b>



# Abbildungsverzeichnis

ABB. 1: ENTWICKLUNG DES JAHRESÜBERSCHUBES UND EBIT IM HOECHST-KONZERN	21
ABB. 2: HOLDING-STRUKTUR DES HOECHST-KONZERNS 1997	22
ABB. 3: PERFORMANCE UND BETA-FAKTOR DER HOECHST-AKTIE VOM 26.04.1994 BIS 01.12.1998	25
ABB. 4: SELL-OFFS DES HOECHST-KONZERNS VON 1994 BIS 1999 (> 100 Mio. € TRANSAKTIONSVOLUMEN) TEIL I	26
ABB. 5: SELL-OFFS DES HOECHST-KONZERNS VON 1994 BIS 1999 (>100 Mio. € TRANSAKTIONSVOLUMEN) TEIL II	27
ABB. 6: SONSTIGE TRANSAKTIONEN DES HOECHST-KONZERNS (CARVE-OUT, SPIN-OFF, SUBMERGER/EINBRINGUNG, JOINT VENTURE)	27
ABB. 7: 1999 ANGEKÜNDIGTE DESINVESTITIONEN DES HOECHST-KONZERNS (> 100 Mio. € TRANSAKTIONSVOLUMEN)	31
ABB. 8: HOECHST-KONZERN DIREKT VOR DER RECHTLICHEN FUSION ZU AVENTIS	32
ABB. 9: DESINVESTITIONSANKÜNDIGUNGEN DER AVENTIS S. A.	33
ABB. 10: HOECHST-KONZERN 1994 VERSUS AVENTIS-KONZERN 2001	34
ABB. 11: PERFORMANCE AVENTIS S. A. SEIT 1999 IM VERGLEICH ZU WETTBEWERBERN	35
ABB. 12: DIE BEDEUTUNG VON PRIVATE EQUITY-FINANZIERTEN UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN	39
ABB. 13: SPEZIELL DIE CHEMISCHE INDUSTRIE IST HERVORRAGEND FÜR PRIVATE EQUITY-FINANZIERTER BUY-OUTS GEEIGNET	40
ABB. 14: BUY-OUTS IN DER CHEMIE ZEIGEN IM VERGLEICH ZU BUY-OUTS IN ANDEREN SEKTOREN EINE HÖHERE PROFITABILITÄT	40
ABB. 15: DIE ANZAHL DER BUY-OUTS IN DER CHEMIE- UND PHARMA-INDUSTRIE	41

ABB. 16: DIE QUALITÄT DES MANAGEMENT-TEAMS WIRD DURCHGEHEND ALS SEHR WICHTIG ANGESEHEN	44
ABB. 17: DAS MANAGEMENT-TEAM EINES BUY-OUTS BESTEHT IN DEN MEISTEN FÄLLEN AUS DEM BISHERIGEN MANAGEMENT	45
ABB. 18: DIE EXIT-STRATEGIE UND VOR ALLEM DER ZEITHORIZONT WURDEN IN DEN WENIGSTEN FÄLLEN SCHON VOR DER TRANSAKTION FESTGELEGT	46
ABB. 19: ZUR GESTALTUNG EINES OPTIMALEN PORTFOLIOS SIND NEBEN DEN TRADITIONELLEN METHODEN M&A UND JOINT VENTURES AUCH BUY-OUTS ANWENDBAR	49
ABB. 20: GEGENÜBER DEM HERKÖMMLICHEN VERSTÄNDNIS KÖNNEN BUY-OUTS WESENTLICH UMFASSENDE ALS MODERNE METHODE ZUR PORTFOLIO- OPTIMIERUNG BETRACHTET WERDEN	50
ABB. 21: DAS INTERESSE DER INDUSTRIE AN BUY-OUTS KANN JE NACH FOKUS UND INTENTION IN UNTERSCHIEDLICHE KATEGORIEN EINGETEILT WERDEN	52
ABB. 22: BEI EINEM INTERN FINANZIERTEN BUY-OUT BEHÄLT DAS MUTTERUNTER- NEHMEN DIE MEHRHEIT DER ANTEILE ALS ZEITLICH BEGRENZTES FINANZINVESTMENT	53
ABB. 23: BEI EINEM INTERN FINANZIERTEN BUY-OUT ERHÖHT DAS MUTTERUNTER- NEHMEN SEINE FREIHEITSGRADE	54
ABB. 24: DIE REALISIERUNG VON WACHSTUMSSTRATEGIEN DURCH BUY-OUTS BIETET GEGENÜBER HERKÖMMLICHEN M&A-AKTIVITÄTEN DEUTLICHE VORTEILE	56
ABB. 25: CHEMIE- UND PHARMA-UNTERNEHMEN WERDEN IN ZUKUNFT WESENTLICH STÄRKER MIT PRIVATE EQUITY-FIRMEN ZUSAMMENARBEITEN	58
ABB. 26: ABHÄNGIGKEIT DER GRÖÖE DES CHEMIE-MARKTES VON DEM ENTWICKLUNGSGRAD DER JEWEILIGEN VOLKSWIRTSCHAFT IM JAHR 1994	67
ABB. 27: ANTEIL DES CHEMIE-VERBRAUCHES IN ABHÄNGIGKEIT VOM BRUTTOINLANDSPRODUKT IM JAHR 1999	68

ABB. 28: ES ZEIGT SICH EIN TREND VON KONGLOMERATEN	73
ABB. 29: IN DEN LETZTEN 10 JAHREN ZEIGTEN SICH STARKE VERÄNDERUNGEN IN DER TOP-LIGA DER ZEHN FÜHRENDEN CHEMIE- UND LIFESCIENCE-UNTERNEHMEN	74
ABB. 30: DIE ZAHL DER AUSGLIEDERUNGEN UND IPOs ERREICHTE IM JAHR 2000 IHREN VORLÄUFIGEN HÖCHSTSTAND	74
ABB. 31: BASF, BAYER UND HOECHST ZEIGTEN BIS MITTE DER NEUNZIGER JAHRE EIN ÄHNLICHES PRODUKTPORTFOLIO	76
ABB. 32: DIE HOHE BEWERTUNG DER PHARMA/LIFESCIENCE-UNTERNEHMEN REFLEKTIERT DIE ZUKÜNFTIGEN WACHSTUMSERWARTUNGEN	78
ABB. 33: DIE CHEMISCHE INDUSTRIE WIRD IN ZUKUNFT EINE EINFACHERE STRUKTUR HABEN ALS HEUTE	79
ABB. 34: KERNGESCHÄFT UND DESINVESTITIONEN	81
ABB. 35: KOSTEN-/ARBEITSVERTEILUNG DES AUKTIONSPROZESSES	84
ABB. 36: PROJEKTORGANISATION	86
ABB. 37: ENTWICKLUNGSPHASEN VINNOLIT	92
ABB. 38: DIE EIGENTÜMERSTRUKTUR DER VINNOLIT	96
ABB. 39: MARKTANTEILSENTWICKLUNG IN WESTEUROPA	97
ABB. 40: GEGENWÄRTIGE HERAUSFORDERUNG IN DER PHARMA-INDUSTRIE	105
ABB. 41: DIE GEGENÜBERSTELLUNG DER ZUNEHMENDEN FORSCHUNGS-AUSGABEN	106
ABB. 42: ES WIRD IN DEN NÄCHSTEN JAHREN ZU EINER DEKONSOLIDIERUNG DER PHARMA-WERTSCHÖPFUNGSKETTE KOMMEN	108
ABB. 43: PARADIGMENWECHSEL BEIM ZUSAMMENSPIEL VON DIENSTLEISTER UND KUNDE	109
ABB. 44: INNERHALB DER PHARMA-WERTSCHÖPFUNGSKETTE IST DIE KLINISCHE ENTWICKLUNG DER LETZTE SCHRITT BEI DER ENTWICKLUNG NEUER ARZNEIMITTEL	111

ABB. 45: COVIDENCE DECKT VON EINZELNEN SCHRITTEN BIS ZUR DURCHFÜHRUNG KOMPLETTER KLINISCHER STUDIEN DAS GESAMTE ANGEBOTSSPEKTRUM EINES CRO AB	113
ABB. 46: VON DER ANALYSEPHASE BIS ZUR AUFNAHME DER GESCHÄFTSTÄTIGKEIT ALS UNABHÄNGIGES UNTERNEHMEN VERGINGEN MEHR ALS EIN JAHR	116
ABB. 47: VON NOVARTIS ZU SOLVIAS	122
ABB. 48: KOSTENPROBLEM	124
ABB. 49: MARKTBEARBEITUNG	126
ABB. 50: AUFLISTUNG DER KOMPETENZEN	127
ABB. 51: ENTWICKLUNGSPROZESS DER PHARMA-INDUSTRIE	128
ABB. 52: LBO-RENDITEN IM VERGLEICH ZU RENDITEN BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMEN	135
ABB. 53: 20% DES GESAMTEN BUY-OUT-MARKTES WAR 2001 IN DER CHEMIE- UND PHARMA-INDUSTRIE	135
ABB. 54: SELEKTIONSKRITERIEN EINES FINANZINVESTORS	136
ABB. 55: FONDSRENDITEN	138
ABB. 56: MULTIPLES DER CHEMIE- UND PHARMA-INDUSTRIE	139
ABB. 57: TRANSAKTIONSPROZESS	143
ABB. 58: ZEITLICHER ABLAUF EINER TRANSAKTION	148
ABB. 59: LESSONS LEARNT	148
ABB. 60: FINANZIERUNGSPHASEN NACH IHREM PROZENTUALEN ANTEIL NACH LÄNDERN	150
ABB. 61: FINANZIERUNGSMÖGLICHKEITEN FÜR MBOs	153
ABB. 62: RISIKOEINSCHÄTZUNG DER FINANZIERUNGSARTEN	159
ABB. 63: ZU BEDENKENDE AUSWIRKUNGEN DER VERWENDETEN FINANZIERUNGS- ARTEN	160

ABB. 64: BETEILIGUNGSKONDITIONEN DER JEWEILIGEN PARTNER	161
ABB. 65: AUSWAHL DER INVESTOREN	162
ABB. 66: GEGENÜBERSTELLUNG VON SHARE DEAL UND ASSET DEAL	164
ABB. 67: DARLEHENSVERTRAG	165
ABB. 68: INVESTORENVERTRAG	165
ABB. 69: BESTIMMUNGSFAKTOREN DER ANRECHENBAREN KOSTEN AUS DER GESCHÄFTSTÄTIGKEIT DER MANAGEMENTGESELLSCHAFTEN	171
ABB. 70: SENSITIVITÄT DER NETTORENDITE AUF VERÄNDERUNG DER MANAGEMENTGEBÜHR	174
ABB. 71: IPO-DISKONT	184
ABB. 72: LBO-VOLUMEN IN EUROPA	185
ABB. 73: FINANCIAL-BUYER-AKTIVITÄTEN IM CHEMIE-BEREICH	186
ABB. 74: TABELLE CHEMIE-DEALS	187
ABB. 75: BEWERTUNGSCHART	187
ABB. 76: VERGLEICH: WERTENTWICKLUNG CHEMIE-UNTERNEHMEN UND EURO STOXX 50	188
ABB. 77: MARKTKAPITALISIERUNG VON BÖRSENNOTIERTEN CHEMIE-UNTERNEHMEN	189
ABB. 78: IPOs 1993-2002	190
ABB. 79: WERTENTWICKLUNG IM ERSTEN 1 JAHR DES BÖRSENGANGS	191