

NIEDERER KRAFT FREY

Dual Track Transaktionen

EIZ Seminar – «Mergers & Acquisitions»

Philippe Weber, Philipp Candreia

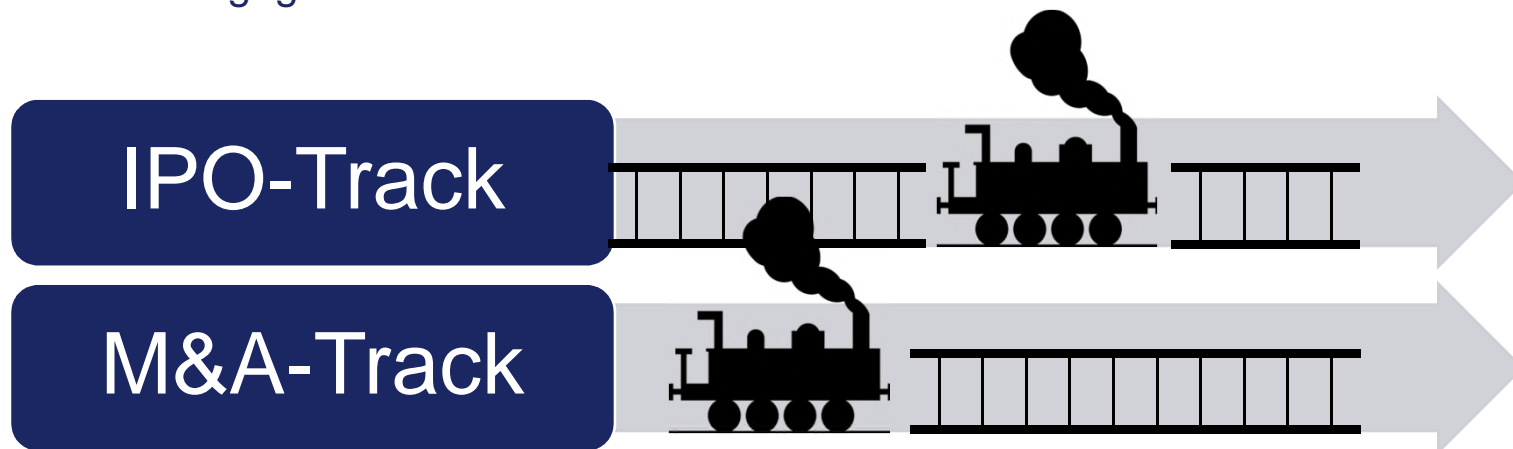
Zurich — 4. September 2018

Inhaltsverzeichnis

1. Begriff und Zweck von Dual Tracks
2. Vor- und Nachteile von Dual Tracks
3. Praktische Herausforderungen
 - Ausgleich widerstreitender Interessen
 - Management der Prozesse
 - Informationsaustausch und Insiderproblematik
 - Weitere
4. Besonderheiten in der Dual Track
Transaktionsdokumentation

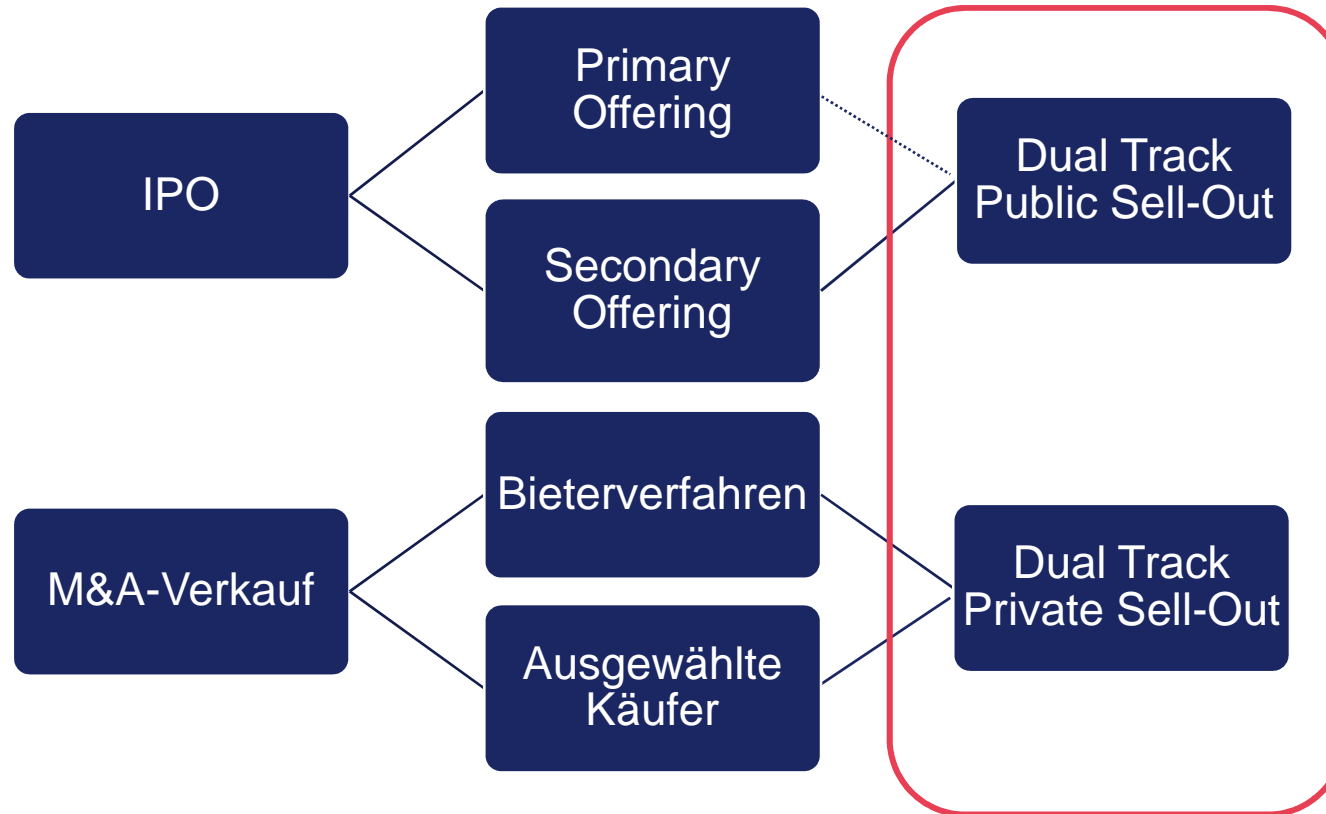
Begriff

- Dual Track bezeichnet eine besondere Transaktionsform, bei der parallel ein Börsengang (*IPO – initial public offering*) und eine M&A-Transaktion zum Verkauf eines Unternehmens vorbereitet werden
 - Wettbewerb zwischen IPO und M&A-Prozess
 - Kurzfristige Entscheidung wie der Verkauf erfolgen soll, unter Berücksichtigung der Angebotssituation und der aktuellen Marktgegebenheiten



BEGRIFF UND ZWECK

Arten



- Weitere Aspekte:
 - Block Trade(s) post IPO; evtl. öffentliche Übernahme
 - «*Tripple Track*»: Parallel oder zeitlich nahe mögliche Refinanzierung

Zweck eines Dual Tracks

- Dual Tracks sind geeignet, die Transaktionssicherheit («*Deal Certainty*») und den Verkaufspreis («*Best Price*») zu optimieren.
 - Diese Kriterien stehen für die Verkäufer der Zielgesellschaft im Vordergrund
 - Nachweis der Sorgfalt für Erzielung des bestmöglichen Preises in bestimmten Shareholder-Konstellationen (insb. staatliche Investoren; starke Minderheitsaktionäre)
- Dual Tracks sind sinnvoll, wenn Aktionäre ihre bestehenden Aktien verkaufen möchten, und dies möglichst vollständig (evtl. gestaffelt):
 - (Private Equity) Investor sucht nach der besten Exit-Strategie für eine Gesellschaft seines Portfolios
 - Eine Unternehmensgruppe möchte sich von einem Unternehmensteil trennen. Entweder im Rahmen eines Spin-Offs, oder durch Verkauf der Anteile einer bereits bestehenden Struktur

Inhaltsverzeichnis

1. Begriff und Zweck von Dual Tracks

2. Vor- und Nachteile von Dual Tracks

3. Praktische Herausforderungen

- Ausgleich widerstreitender Interessen
- Management der Prozesse
- Informationsaustausch und Insiderproblematik
- Weitere

4. Besonderheiten in der Dual Track
Transaktionsdokumentation

Vorteile von Dual Tracks

- **Deal Certainty.** Dual Tracks erhöhen die Transaktionssicherheit durch Flexibilität:
 - Geringere Abhängigkeit von Kapitalmarktschwankungen: Marktvolatilität beeinflusst die Preisgestaltung in einem IPO erheblich. Bei ungünstigen Marktbedingungen im IPO-Prozess kann Exit über M&A-Prozess gewählt werden
 - Bei Schwierigkeiten im M&A-Prozess wie unzureichendes Interesse von Käufern oder Probleme bei Bewilligungen (z.B. Fusionskontrolle) kann der IPO weiter verfolgt werden
- **Best Price.** Dual Tracks können den Verkaufserlös maximieren:
 - Bessere Verhandlungsposition gegenüber den Investoren dank Wettbewerb zwischen den zwei Prozessen und den verschiedenen Investorengruppen
 - «*Signalling*» - Effekt der IPO-Reife im M&A-Prozess
 - Dual Track Prämie in Studien nachgewiesen

Nachteile von Dual Tracks

- **Komplexität.** Dual Tracks führen zu einem erheblichen zeitlichen und personellen Mehraufwand
 - Unterschiedliche Prozesse und Informationsanforderungen
 - Vielzahl involvierter Parteien
 - Zusätzliche Komplexität bei kompetitivem Bieterverfahren im M&A-Prozess gegenüber «*Dual Track light*»
- **Kosten.** Der Parallellauf beider Prozesse verursacht erhebliche Mehrkosten (inkl. Opportunitätskosten): Umsetzung eines Dual Tracks nur bei grösseren Transaktionen mit guten Chancen auf beiden Tracks sinnvoll
- **Informationslecks.** Parallele Prozesse und Vielzahl involvierter Parteien steigern das Risiko von unerwünschten Informationslecks
- Probleme auf einem Track können auf den anderen Track durchschlagen

VOR- UND NACHTEILE

Übersicht

Vorteile	Nachteile
<ul style="list-style-type: none">✓ Deal Certainty<ul style="list-style-type: none">✓ Geringere Abhängigkeit von Kapitalmarktschwankungen✓ Höhere Flexibilität	<ul style="list-style-type: none">✗ Komplexität<ul style="list-style-type: none">✗ Zusätzliche Belastung des Managements✗ Weniger Ressourcen für operatives Tagesgeschäft✗ Unterschiedliche Prozesse✗ Vielzahl an Parteien
<ul style="list-style-type: none">✓ Best Price<ul style="list-style-type: none">✓ Wettbewerb zwischen den Prozessen✓ Dringlichkeit für strategische Käufer	<ul style="list-style-type: none">✗ Kosten
<ul style="list-style-type: none">✓ Stärkung der Verhandlungsposition	<ul style="list-style-type: none">✗ Risiko von Informationslecks / Insiderproblematik✗ Probleme können auf beide Tracks durchschlagen✗ Ungewissheit des Ausgangs macht Bestellung des VR und Retention des Managements anspruchsvoller

VOR- UND NACHTEILE

- Transparenz über Dual Track – Prozess?
 - **Verdeckter Dual Track** («*hidden dual track*»). Grossteil der Parteien weiss nicht von dem parallel laufenden anderen Track
 - **(partielle) Offenlegung**. Parteien des M&A-Track werden über parallel laufenden IPO-Track informiert
 - Offenlegung schafft erwünschten Wettbewerb zum IPO-Track und ermöglicht erst erhoffte Prämie
 - Abbruch von IPO-Track zu ungünstigem Zeitpunkt kann Preisverhandlungen im M&A-Track negativ beeinflussen
- In Praxis (partielle) Offenlegung aber keine vollständige Transparenz
 - Keine Kenntnis über Einzelheiten und offengelegte Informationen im jeweils anderen Track
 - Austausch Angebote im M&A-Track mit Investoreneinschätzungen im IPO-Track?
 - U.U. Prospektentwurf an M&A-Bieter in finaler Phase

Inhaltsverzeichnis

1. Begriff und Zweck von Dual Tracks

2. Vor- und Nachteile von Dual Tracks

3. Praktische Herausforderungen

— Ausgleich widerstreitender Interessen

— Management der Prozesse

— Informationsaustausch und Insiderproblematik

— Weitere

4. Besonderheiten in der Dual Track
Transaktionsdokumentation

Ausgleich widerstreitender Interessen

— **Verkäufer**

- Vollständiger Verkauf oft nur über M&A-Track möglich
- Grund: I.d.R. bedeutende Beteiligung der bestehenden Aktionäre im IPO erwartet und Verkaufsverbot («*Lock-up*») nach IPO
- Aber: nach IPO partizipiert Verkäufer an Kursentwicklung

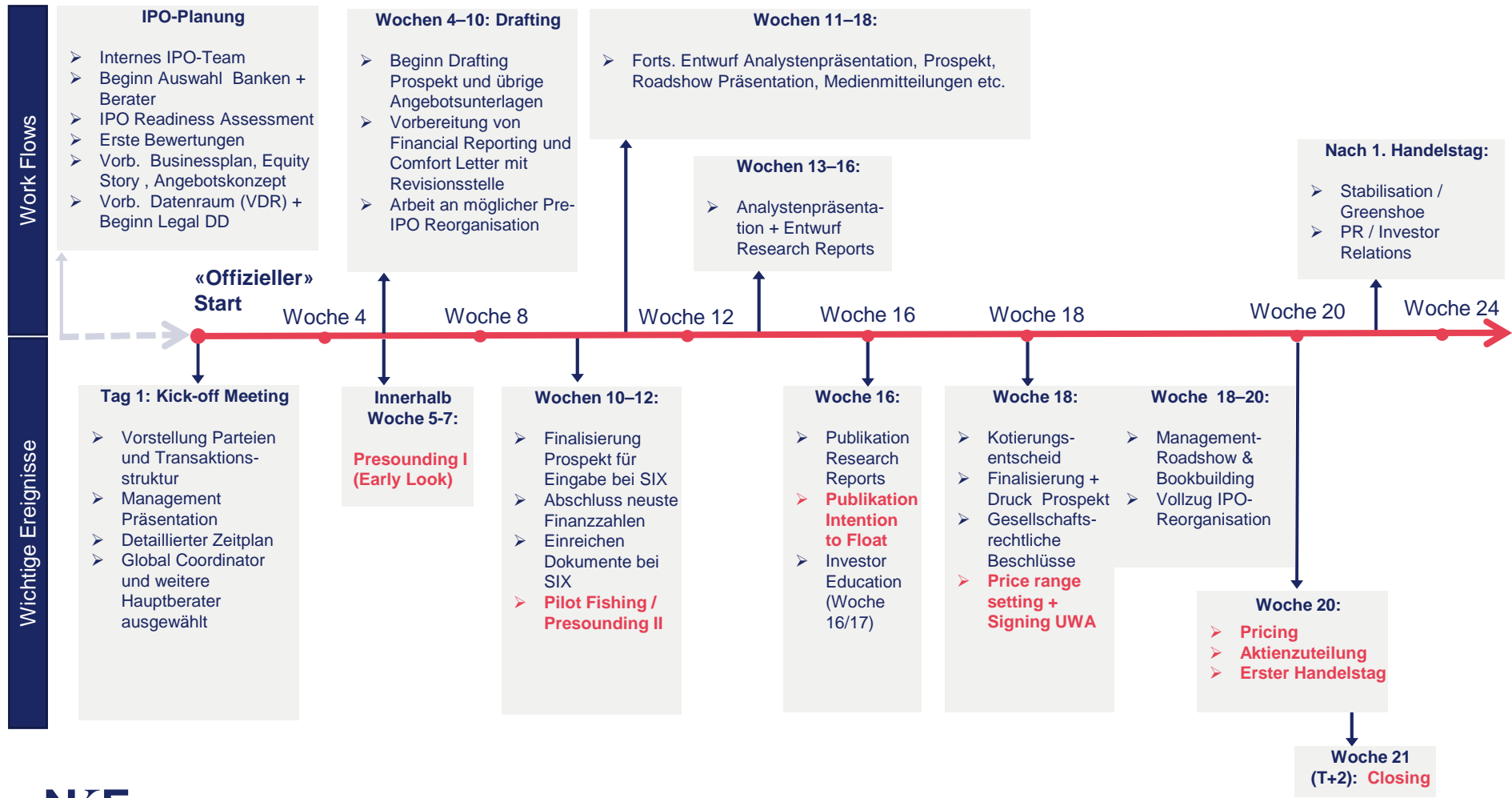
— **Management**

- Börsenkotierung verspricht höhere Aufmerksamkeit im Markt
- Möglicher Managementwechsel bei Verkauf im M&A-Track
- Interessenausgleich durch Management Anreize
 - IPO Bonus / Incentives und Beteiligungsplan im M&A-Track
 - Retention Vereinbarungen im M&A-Track
 - Minder-konforme Ausgestaltung der Management Anreize

— **Berater**

Management der Prozesse

1. IPO Prozess



Management der Prozesse

2. M&A Bieterverfahren



Ab «offizieller Start» (Teaser) Prozess dynamisch und weniger formalisiert als IPO

Management der Prozesse

3. Koordination des Dual Tracks



Management der Prozesse

- IPO-Track geht voraus und gibt (weil formalisierter) i.d.R. den Zeitplan vor
- Wesentliche Schnittstellen und Synergien
 - **Auswahl der Berater.** Koordinationsaufwand reduziert sich, wenn dieselben Investmentbanken und Berater beide Prozesse führen; Nachteil weniger Wettbewerb
 - «*Chinese Walls*»
 - Koordinationsausschuss («*Steering Committee*»)
 - **Due Diligence**
 - Umfassender VDR für beide Prozesse notwendig
 - Beim M&A-Track geht die Offenlegung i.d.R. jedoch weiter als beim IPO-Track:
 - Haftungsausschluss SPA vs. Anforderungen an Offenlegung im Prospekt
 - Haftungsrisiko beim M&A-Track grundsätzlich höher; hohe Anforderungen an Prospekthaftung

Management der Prozesse

- ***Due Diligence*** (*Fortsetzung*)
 - Keine / gestaffelte Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen an Wettbewerber im M&A-Track
 - «Giftschrank» wird beim M&A-Track oft erst zuletzt offengelegt
 - Beim IPO-Track müssen Key Risks von Anfang an bekannt sein für Entwurf Prospekt
- ***Marketing und Dokumentation***. Synergiepotenziale bei der Erstellung der Verkaufsunterlagen und Dokumentation
 - Management Präsentation und Analysten-Präsentation
 - Informationsmemorandum und Kotierungsprospekt
 - Widersprüche Vermeiden: Prospekthaftung, wenn Prospekt unrichtig oder unvollständig
- ***Koordination unter (Rechts-) Beratern***
 - Wer hat den Lead?
 - Anwendbares Recht?

Management der Prozesse

- **Wahl des «richtigen» Zeitpunktes, welcher Track weiter verfolgt wird**
 - Zeitliche Orientierung eng am IPO-Track
 1. Zeitpunkt: Nach erster Investorenansprache im *Pre-Sounding / Pilot Fishing*
 2. Zeitpunkt: Vorliegen der *Analyst Research Reports*, aber vor *Intention to Float*
 3. Zeitpunkt: Vor oder während *Roadshow & Bookbuilding (Extreme Case)*
 - Idealerweise Entscheidung möglichst spät. I.d.R. kurz vor *Intention to Float* bzw. vor Festlegung IPO Preisspanne (Unterzeichnung UWA / Veröffentlichung Prospekt / Beginn Roadshow) (im Extremfall spätestens vor definitivem *Pricing* IPO)
 - Zu langes Zuwarten (zu hohes Pokern) birgt auch Risiken

Informationsaustausch und Insiderproblematik

- **Zukunftsprognosen.** Kaufinteressenten im M&A-Track möchten Informationen über die zukünftige geschäftliche Entwicklung der Zielgesellschaft wie bspw. Businesspläne und finanzielle Plankennzahlen
 - «*Forward-Looking Statements*» werden i.d.R. nicht in den Prospekt aufgenommen, aufgrund Prospekthaftung
- **Informationsvorsprung.** Parteien des M&A-Tracks haben einen Informationsvorsprung weil mehr offengelegt wird; vertragliche Haftungsbegrenzung wie bei M&A im IPO nicht möglich
 - Im Prospekt wird i.d.R. mehr aufgeführt als ohne Dual Track (z.B. durch Aufnahme von Prognosen und Zielvorgaben «*Outlook and Targets*»)
 - *Standstill*-Vereinbarung mit Parteien des M&A-Tracks

Informationsaustausch und Insiderproblematik

- Informationsaustausch zusätzlich problematisch bei vorbestehenden Kapitalmarktinstrumenten
 - Zielgesellschaften in Dual Track haben häufig bereits im EU Raum kotierte Instrumente (i.d.R. *High Yield Bonds*)
 - Möglicher Verstoss gegen Marktmissbrauchsregeln (z.B. MAR der EU)
 - Faustregel: Pre-Marketing (im M&A-Track und im IPO-Track (*Early Look Presentation*)) möglich, solange:
 - Nur Informationen, welche auch im Prospekt sein werden
 - Grundsätzlich keine nicht-öffentliche Finanzaahlen
 - Zusätzliche Restriktionen sofern keine Vertraulichkeitsvereinbarung

Weitere praktische Herausforderungen

— **Governance**

- Im Hinblick auf IPO sind Vorgaben des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance zu erfüllen. Bei Dual Track in Praxis schwieriger, geeignete Personen rechtzeitig zu nominieren.
- Retention Management (im M&A-Track von besonderer Bedeutung)
- Pre-IPO Corporate Reorganisation: Unterschiedliche Bedürfnisse in den beiden Tracks

— **Weitere**

Inhaltsverzeichnis

1. Begriff und Zweck von Dual Tracks
2. Vor- und Nachteile von Dual Tracks
3. Praktische Herausforderungen
 - Ausgleich widerstreitender Interessen
 - Management der Prozesse
 - Informationsaustausch und Insiderproblematik
 - Weitere
4. Besonderheiten in der Dual Track
Transaktionsdokumentation

Transaktionsdokumentation

- ***Spezifische Klauseln für Dual Track hauptsächlich in M&A Dokumentation***
 - Bei IPO werden i.d.R. Dokumente erst finalisiert bzw. unterzeichnet, wenn Entscheid für IPO gefällt
 - Bei IPO allenfalls Vorbehalt des Abbruchs spezifisch im Engagement Letter oder Vertraulichkeitsvereinbarung, evtl. mit spezieller Regelung der Entschädigung bei IPO-Abbruch
- ***Vertraulichkeitsvereinbarung (Confidentiality Agreement) im M&A-Track***
 - Hinweis auf Verbot von Insiderhandel (Art. 142 FinfraG)
 - *Standstill*-Vereinbarung, um Insiderhandel nach Ausscheiden eines Kaufinteressenten oder IPO-Teilnahme zu verhindern

Transaktionsdokumentation

- **Process Letter** im M&A-Track
 - Vorbehalt der jederzeitigen Änderung des Zeitplans oder der vollständigen Absage des M&A-Tracks (Vorbeugung einer Haftung aus *culpa in contrahendo*)
- **Aktienkaufvertrag (SPA)** im M&A-Track
 - Zusicherungen und Gewährleistungen: Risikoallokation im Hinblick auf fehlende Informationen über Gewährleistungen im SPA oder über Kaufpreis
 - IPO-Track: Prospekthaftung (Art. 752 OR) ist nicht abdingbar; Risiko in Praxis beschränkt, allenfalls Abschluss einer Versicherung

Transaktionsdokumentation

- **Aktienkaufvertrag (SPA)** im M&A-Track (*Fortsetzung*)
 - Bei Verkauf im M&A-Track ist vertragliche Haftungsregelung möglich
 - Beschränkung auf «10b-5» ähnliche Zusicherung mit Offenlegung des Prospektes? (AIG / Prudential)
 - In Praxis unterscheiden sich Zusicherungen und Gewährleistungen bei Dual Track grundsätzlich nicht wesentlich; jedoch höheres Leverage des Verkäufers für Haftungsbeschränkung
 - Kaufpreisanpassungsklausel: Partizipation des Verkäufers am Mehrerlös im Fall eines später erfolgenden Börsengangs, als Entschädigung für erhöhten Aufwand des Dual Tracks
 - Key Employees / Management Retention besonders wichtig

THANK YOU

Your Contacts



Dr. Philipp Candreia
philipp.candreia@nkf.ch
D +41 58 800 84 29



Dr. Philippe A. Weber
philippe.a.weber@nkf.ch
D +41 58 800 83 83

NKF

Niederer Kraft Frey Ltd Bahnhofstrasse 53 CH-8001 Zurich T +41 58 800 80 00 F +41 58 800 80 80 nkf.ch