

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

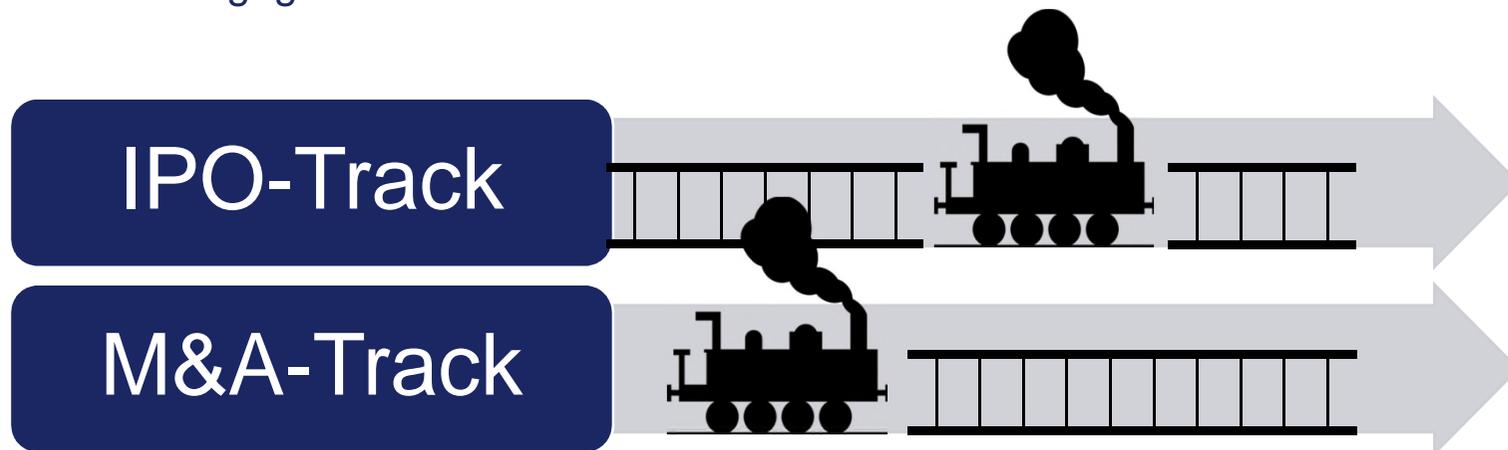
## 3. Praktische Herausforderungen

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

## 4. Besonderheiten in der Dual Track Transaktionsdokumentation

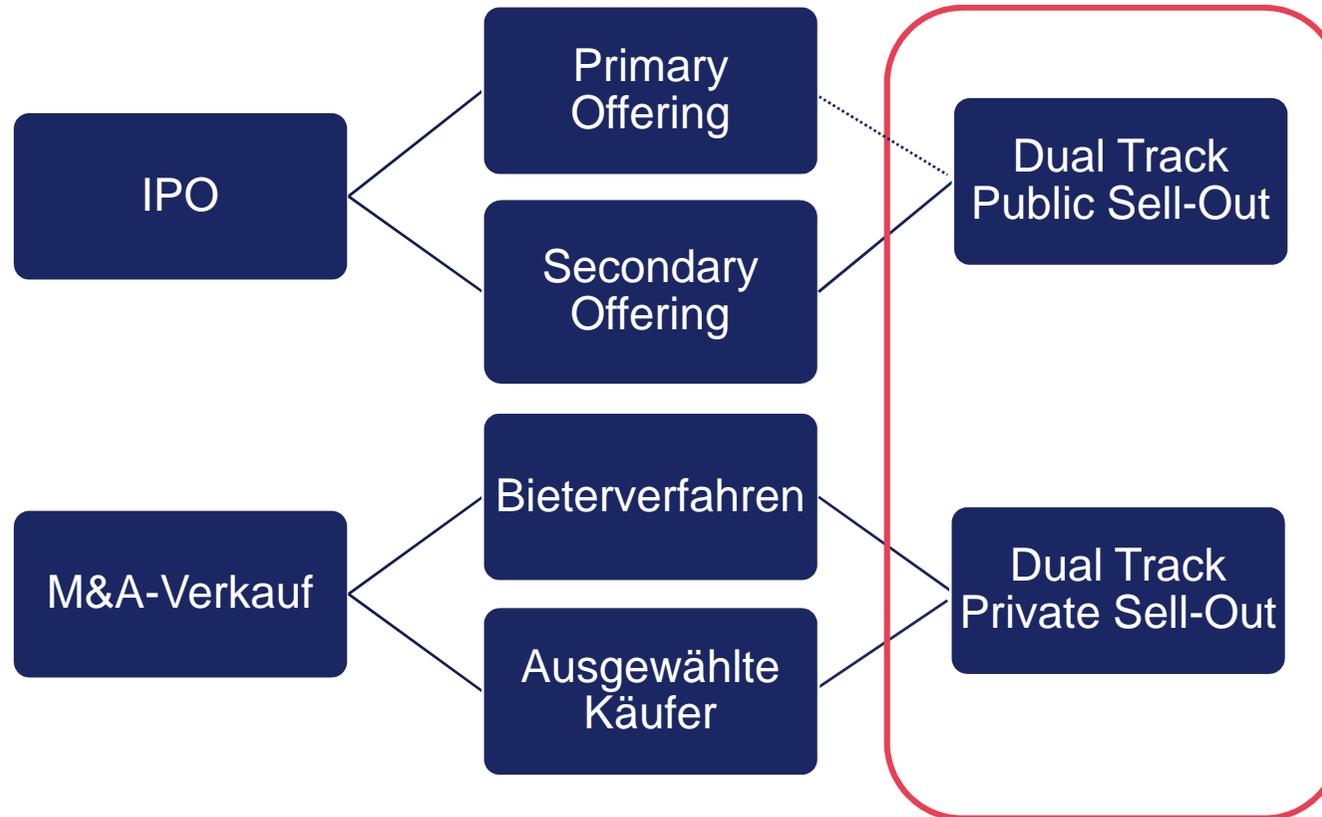
# Begriff

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

## 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

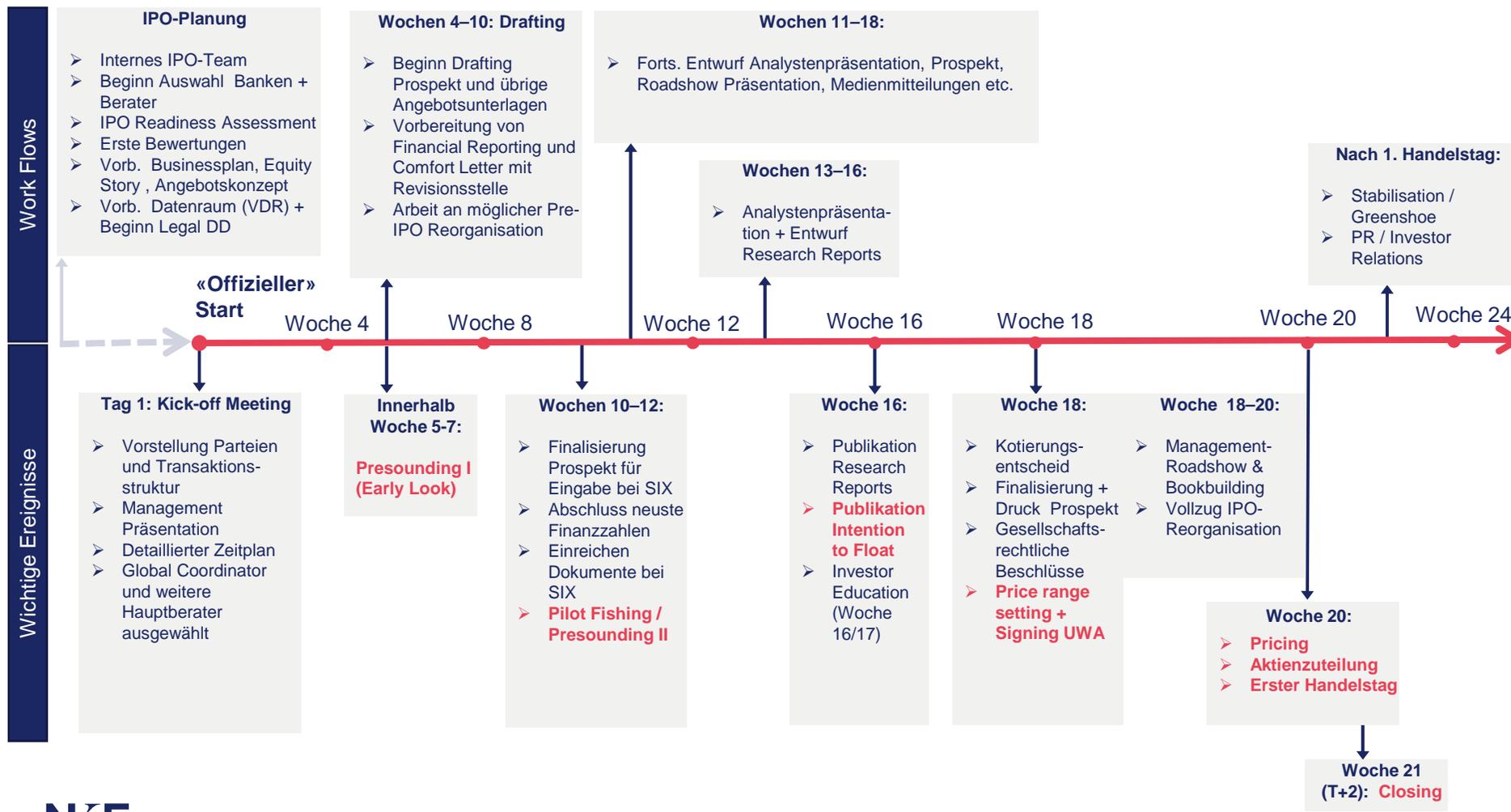
4. Besonderheiten in der Dual Track  
Transaktionsdokumentation

# 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](mailto:philipp.candreia@nkf.ch)  
D +41 58 800 84 29



Dr. Philippe A. Weber  
[philippe.a.weber@nkf.ch](mailto: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](http://nkf.ch)