

Münchner M&A Forum 2011

---

Dual- und Triple-Track-Verfahren beim Exit  
von Portfolio-Unternehmen (Handout)

17. Mai 2011

Einführung und Übersicht

Dr. Christian Aders

# Agenda und Kontaktdaten



**Dr. Christian Aders, CEFA, CVA**

Managing Director  
Duff & Phelps GmbH

Office: Munich, Germany  
Tel.: +49 89 388884 100  
Mobile: +49 172 850 4839  
christian.aders@duffandphelps.com

## Kapitel

## Seite

---

<b>I. Exitprozess und Varianten</b>	<b>4</b>
<b>II. Empirie</b>	<b>6</b>
<b>III. Exitüberlegungen und Aspekte aus Sicht des Verkäufers</b>	<b>7</b>
<b>IV. Vorstellung einzelner Exit-Kanäle</b>	<b>8</b>
A. M&A Exit	<b>8</b>
B. IPO	<b>9</b>
C. Rekapitalisierung / Bond	<b>10</b>
<b>V. Dual- und Multiple-Track als Alternative</b>	<b>11</b>
<b>VI. Bewertungsaspekte und Nachweis der Vorteilhaftigkeit von Dual-Track</b>	<b>14</b>

---

## Disclaimer

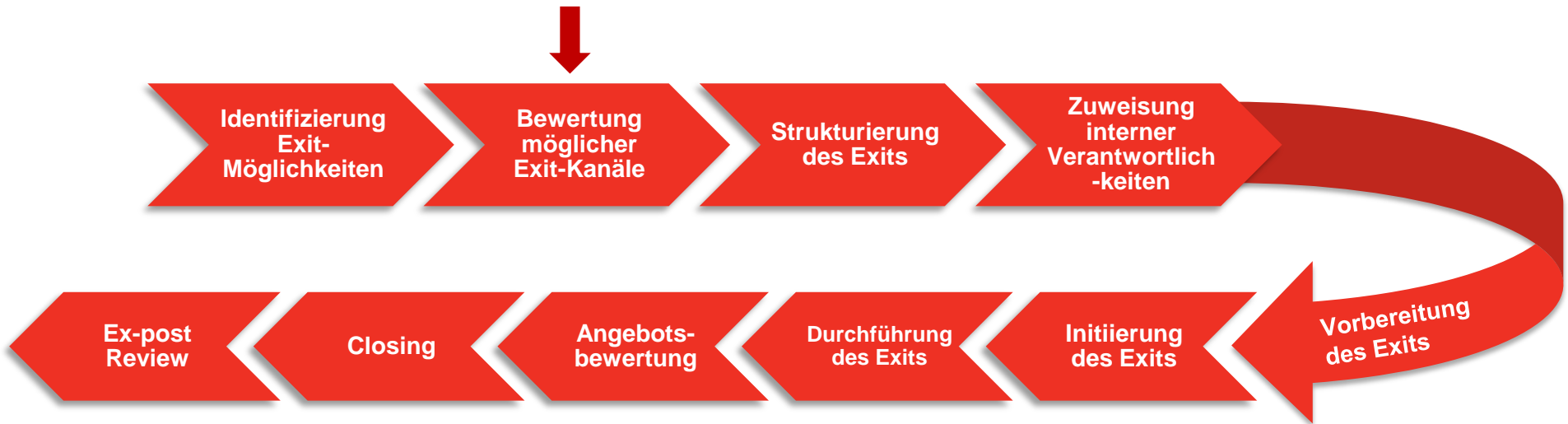
Any opinions presented in this seminar are those of Dr. Christian Aders and do not represent the official position of Duff & Phelps. This material is with the understanding that neither the author nor Duff & Phelps are engaged in rendering legal, accounting or any other professional service through presentation of this material.

The information presented in this seminar has been obtained with the greatest of care from sources believed to be reliable, but is not guaranteed to be complete, accurate or timely. The author and Duff & Phelps expressly disclaim any liability, including incidental or consequential damages, arising from the use of this material or any errors or omissions that may be contained in it.

# Exitprozess und Varianten

## Prozess

### Exit als strategischer Prozess



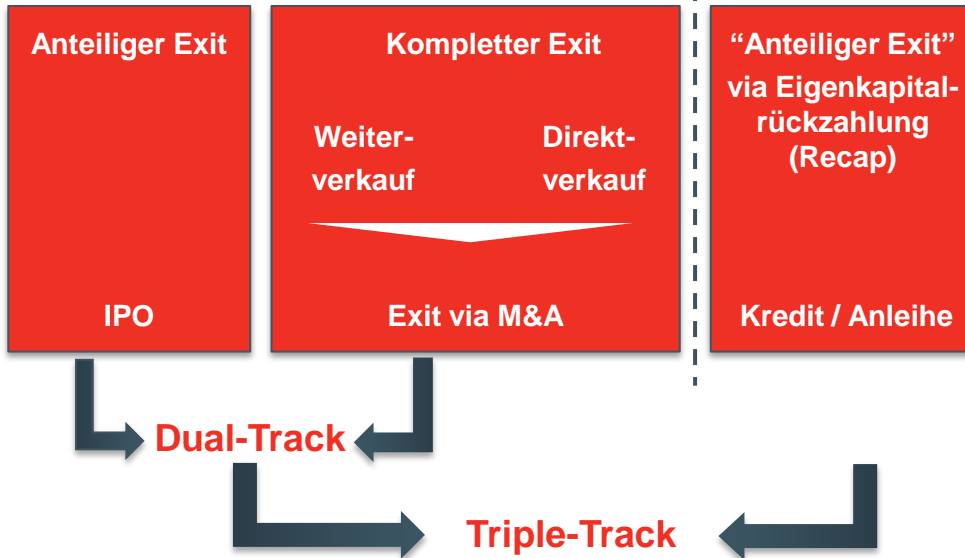
Quelle: Povaly (2007), "Private Equity Exits Divestment Process Management for Leveraged Buyouts".

- Exit als ultimatives Ziel des Finanzinvestors bedingt strukturierten Prozess unter Einbindung strategischer Überlegungen
- Unterschiedliche Varianten des Exits vorhanden
- Erfolgsfaktoren und Abläufe weichen stark voneinander ab
- Somit müssen bei der Wahl der Exits unterschiedliche Aspekte genau abgewogen werden: die Charakteristika des Investors / des Portfoliunternehmens, die Marktgegebenheiten sowie die Art des Ausstiegs (teilweise oder komplett) sind zu berücksichtigen

# Exitprozess und Varianten

## Varianten

### Exitvarianten



### Beschreibung

- IPO (*Initial Public Offering*): Verkauf der Anteile am Markt und anschließende Börsennotierung des Unternehmens
- Direktverkauf (*Trade Sale*): Veräußerung der Beteiligung "en bloc" an einen strategischen Investor
- Weiterverkauf (*Secondary Purchase*): Weiterverkauf an einen Finanzinvestor, z.B. Beteiligungsgesellschaft oder Finanzholding
- Rekapitalisierung („Recap“): Ganz oder teilweise Neustrukturierung der Finanzierungsseite. Zuführung von Fremdkapital (Kredit oder Anleihe) und Ausschüttung als Sonderdividende an die Beteiligungsgesellschaft (Investoren)

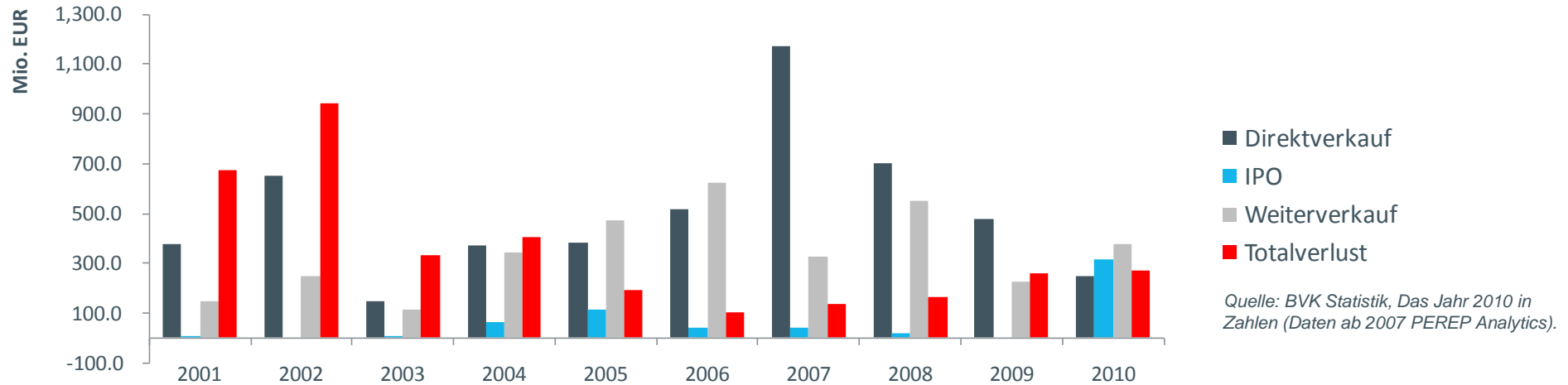
### Dual und Multiple Track Verfahren

- "Dual Track": Verfahren zur Beteiligungsveräußerung, bei dem die Vorbereitungen zur Durchführung sowohl in Form eines Börsengangs als auch eines Verkaufs an einen privaten bzw. strategischen Investor (Trade Sale oder Secondary Purchase) unabhängig voneinander vorangetrieben werden
- Der Verkauf wird im Regelfall im Auktionsverfahren zwischen mehreren Interessenten durchgeführt
- Beim „Multiple Track“ wird in der Praxis noch eine weitere Möglichkeit des Exits parallel geschaltet, z.B. eine Rekapitalisierung

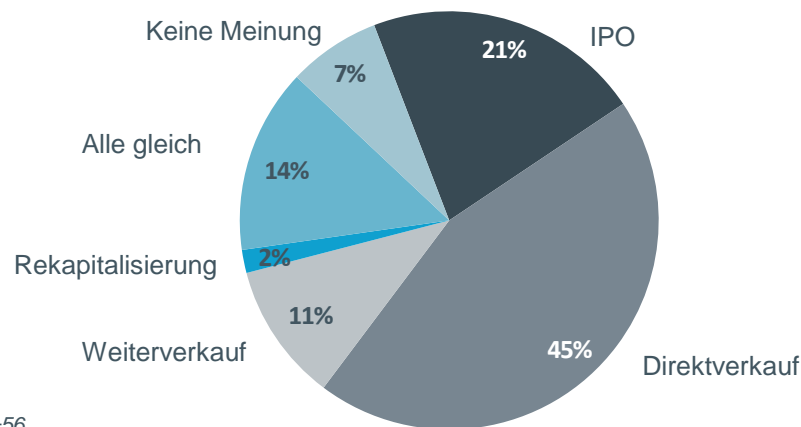
# Empirie

## Entwicklung und Nutzung Single und Dual Track

### Entwicklung einzelner Exit Kanäle seit 2001



### Erfahrungswerte: Exit-Kanal mit höchstem (Total) Return



N=56

Quelle: Befragung von 215 europäischen Finanzinvestoren in 2007, siehe Povaly (2007) S. 322

### Prominente Dual Track Verfahren

- Auto-Teile-Unger (2004): Daughty Hanson an KKR
- Grohe Water Technology (2004): BC Partners an Texas Pacific Group & CSFB Private Equity
- IPO Praktiker (2005) – Metro AG
- Unitymedia (2009): BC Partners und Apollo an Liberty Global
- IPO Kabel Deutschland (2010) - Cable Holding S.A.
- Takko Holding GmbH (2010): Advent International an Apax Partners
- Kabel BW (2011): EQT an Liberty Global

# Exitüberlegungen und Aspekte aus Sicht des Verkäufers

Kriterien für die Wahl des Exits

## Allgemeine Überlegungen

- Marktumgebung
- Prozesseffizienz und Dauer
- Transaktionskosten
- Vertraulichkeit
- Exitwahrscheinlichkeit
- Agency Probleme zw. Management und Shareholder
- Asymmetrische Informationen zw. Verkäufer und Käufer

## Charakteristika Ziel- oder Portfoliounternehmen

- Unternehmensgröße
- Ertragsstabilität
- Informationslage
- Rechtsform
- Managementqualität

## Charakteristika Verkäufer

- Größe der Funds
- Bestehende Reputation
- Track Rekord und Erfahrung
- Incentivierung Management (insbesondere GPs)
- Liquiditätspräferenz

# Vorstellung einzelner Exit-Kanäle

M&A

## M&A Exit Prozess



### Vorteile

- Kompletter 100% Exit
- Bereitschaft zur Prämienzahlung
- Schnelle und relativ kostengünstige Abwicklung
- Flexible Vertragsgestaltung
- Weniger abhängig von Kapitalmarktumfeld (im Vergleich zum IPO)
- Transaktionskosten im Vergleich zu IPO geringer
- Transaktionsprozess vertraulich, keine / weniger Veröffentlichung sensibler Daten

### Nachteile

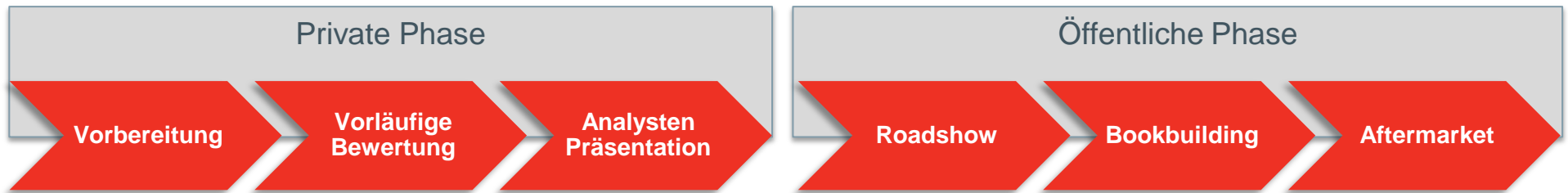
- Interessenkonflikte mit Management möglich
- Anzahl strategischer und industrieller Investoren oft begrenzt
- Nachfrage von Finanzinvestoren eher zyklisch
- Weniger prestigeträchtig als IPO
- Eignet sich i.d.R. nur für die Veräußerung von Mehrheitsbeteiligungen (häufig tag-along Klausel)
- Keine Partizipation an Wertsteigerung



# Vorstellung einzelner Exit-Kanäle

## IPO

### IPO Exit Prozess



Quelle: London Stock Exchange Listing Guide (2010).

#### Vorteile

- Hohe Fungibilität der Anteile durch Börsengang steigert Wert
- Auch nach Börsengang kann Investor weiterhin an Wertsteigerungen profitieren
- Auch kleine Beteiligungsanteile können veräußert werden
- Stock-Options bringen Ziele des Investors und des Managements in Einklang
- Reputationsgewinn durch erhöhte Visibilität und öffentliche Aufmerksamkeit
- Vom Management oft bevorzugter Exit-Kanal (oft vs. secondary buyout)

#### Nachteile

- Nur für überdurchschnittlich erfolgreiche Unternehmen
- Kein vollständiger Exit sofort möglich
- Verkaufszeitpunkt hochgradig vom Kapitalmarktklima abhängig
- Überdurchschnittliche Abbruchgefahr
- Weitreichende Vorbereitungen und langwieriger Prozess
- Hohe einmalige Vorbereitungs- und Umstellungskosten: Umwandlung in eine AG, IPO, Handelsaufnahme (Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Investment Banken)

# Vorstellung einzelner Exit-Kanäle

Rekapitalisierung / Bond

## Recap Exit Prozess



Substitution von Eigenkapitalmitteln durch die Aufnahme von Fremdkapital

### Vorteile

- Rückzahlung des Kapitaleinsatzes ohne Veränderung der Beteiligungsverhältnisse  
→ Steigerung der Eigenkapitalrendite
- Kapitalrückfluss bereits während Investitionsphase  
→ Verminderung des Exitdrucks
- Backup-Lösung falls andere Exitmöglichkeit nur schwer realisierbar erscheint
- Management nicht „abgelenkt“ da relativ schnell durchführbar

### Nachteile

- Kein eigentlicher Exit im gesellschaftsrechtlichen Sinn
- Hohe Schuldenlast drückt auf Kreditwürdigkeit  
→ Gefahr notleidender Kredite steigt
- Nach Zuführung von Fremdkapital kann die Flexibilität aufgrund neuer Covenants eingeschränkt werden
- Vom Management oft abgelehnt

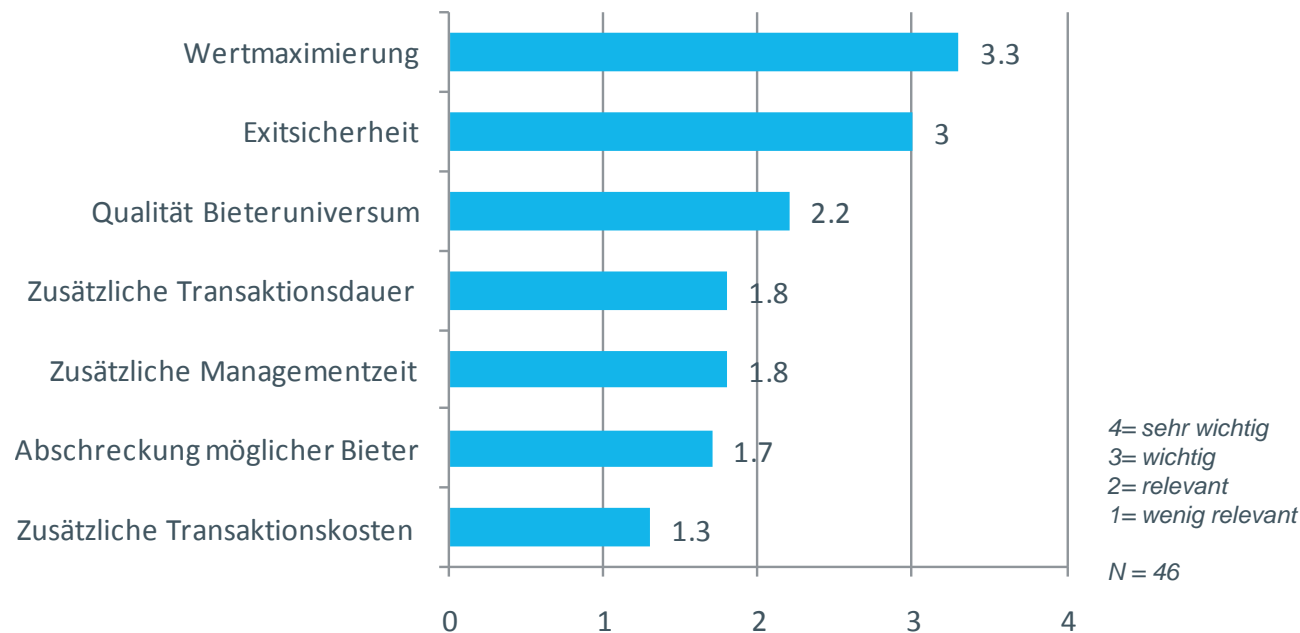
# Dual- und Multiple-Track als Alternative

## Motivation und Einflusskatoren (1)

### Hauptgründe für Nutzung von Dual- oder Multiple-Track

- Maximierung des Verkaufserlöses: erhöhter Druck auf Bieter durch möglichen IPO
- Erhöhte Exitsicherheit und geringere Abhängigkeit von Kapitalmarkt und Bieteruniversum
- Disziplinierung / Straffung des M&A Prozesses – weniger Spielraum für taktische Manöver und Verzögerungen durch Bieter
- Nutzung von Synergien (vor allem in der Due Diligence)

### Einflussfaktoren auf Entscheidung für Dual-Track



Befragung von 215 europäischen Finanzinvestoren in 2007, siehe Povaly (2007) S. 346.

# Dual- und Multiple-Track als Alternative

## Motivation und Einflusskatoren (2)

### Nachteile von Dual-Track Verfahren

- Hohe Transaktionskosten und Prozesskomplexität
- Hohe Belastung von Management und Deal Teams
- Rechtliche und prozedurale Vorgaben des IPO Prozesses beeinflussen Flexibilität von M&A Verhandlungen negativ
- Abschreckung möglicher Bieter:
  - 47% der befragten Finanzinvestoren haben schon einmal von einem Angebot in einem Dual Track Verfahren aufgrund der geringeren Erfolgsaussichten abgesehen
  - Diese Gefahr wird von den Verkäufern tendenziell unterschätzt, die Wertmaximierung durch zusätzlichen Wettbewerb wird als weitaus wichtiger empfunden

### Fazit

- Mit entsprechenden Erfahrungen, Prozessen und Timing kann der Dual Track eine geeignete Alternative sein
- Voraussetzung stellen neben Prozesserfordernissen auch die Charakteristika von Verkäufer und Zielunternehmen dar

# Dual- und Multiple-Track als Alternative

## Kernelemente und Kommunikation

### Kernelemente und Erfolgsfaktoren

- Überzeugender Investment Case
- Erfahrene Berater und Honorarstruktur: getrennte Berater sowie angemessene Break-Up Fee
- Prozessdurchführung unter Erhalt der Dynamik bei beiden Alternativen
- Beobachtung der Kapitalmarktverhältnisse
- Timing der Entscheidung zwischen M&A oder IPO
- Timing der Kommunikation

### Kommunikation des Dual-Track

- Oft Dual-Track geheim:
  - M&A Bieter oft über IPO Aktivitäten nicht informiert, um keine Bieter abzuschrecken, IPO wird irgendwann zwangsweise öffentlich
  - Keine Veröffentlichungspflicht, dass parallel zum IPO noch M&A Prozess läuft, z. B. Absage Cablecom IPO am Tag vor Bookbuilding und Verkauf an Liberty Global 2005

### Entscheidungsfindung im Dual-Track

- In der Praxis wird Entscheidung für die Durchführung des letztendlichen Exits so weit wie möglich im Dual-Track Prozess hinausgezögert, Beispiel: KBW, Cablecom
- Theoretisch gibt es im Dual Track Prozess einen Punkt, in dem bei normalem Kostenverlauf der parallele Prozess ineffizient wird:
  - Individuell vom Verkäufer abhängig
  - Nach der Due Diligence Prüfung enden die Synergieeffekte und beide Verfahren divergieren stark:



# Bewertungsaspekte und Nachweis der Vorteilhaftigkeit von Dual-Track

Werttreiber im Dual Track

## Konkurrenzdruck

- Bekanntgabe eines Dual-Track-Verfahrens erhöht Druck auf Bieter im M&A-Prozesse aber auch potentieller Equity Investoren im IPO
- Erhöhung der Gebote aufgrund der zusätzlichen Konkurrenz unabhängig vom „wahren Wert“ des Zielunternehmens

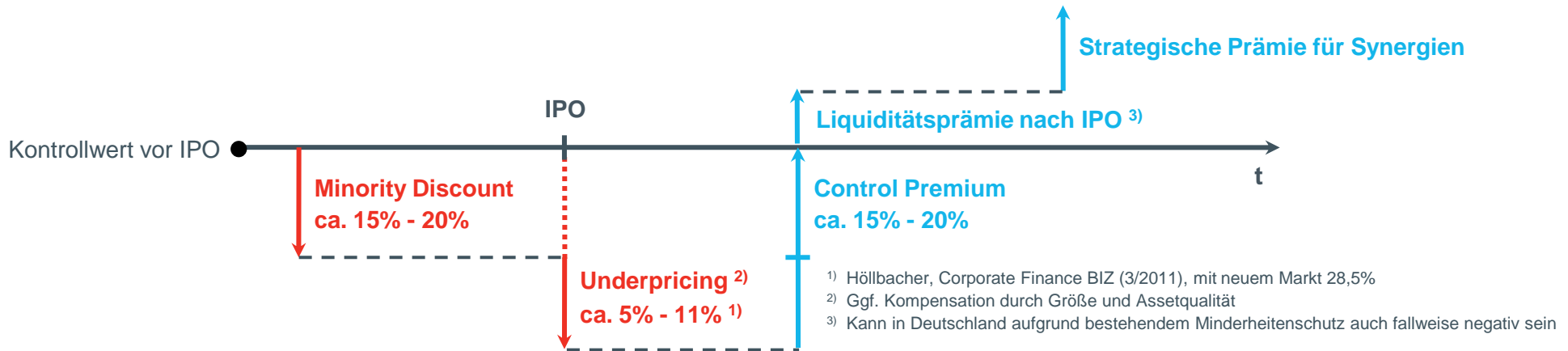
## Asymmetrische Information

- Verkäufer kann den „wahren Wert“ seines Unternehmens schlecht / nicht glaubhaft genug kommunizieren
- Bieter nehmen Risikoabschläge vor
- Filing für IPO (Einsendung Draft Prospect bei BaFin) reduziert Unsicherheiten hinsichtlich der Qualität der Firma und der zur Verfügung gestellten Informationen
- Aus Sicht des Verkäufers bessere Kommunikation des „wahren Wertes“ möglich

# Bewertungsaspekte und Nachweis der Vorteilhaftigkeit von Dual-Track

## Vergleich von IPO und M&A Exit

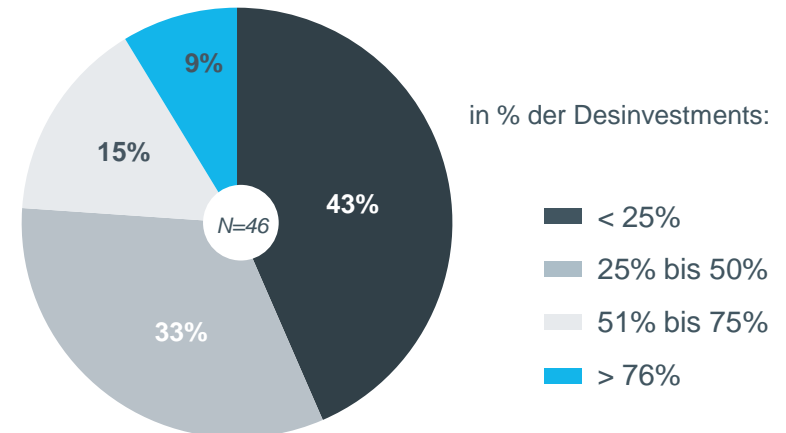
### Bewertung mit Prämien und Discounts



### Kommentar

- Bieter zahlen Prämien zur Erlangung der Kontrolle
- Strategische Prämien sind im M&A Prozess zusätzlich möglich:
  - Strategische Investoren vergüten Synergiemöglichkeiten
  - Finanzinvestoren können Prämien aufgrund von Leveragemöglichkeiten bei der Finanzierung zahlen
- Liquiditätsabschläge können vorgenommen werden
- Inwieweit sich Prämien / Abschläge ggf. gegenseitig überkompensieren bzw. ausgleichen ist nur im Einzelfall beurteilbar
- Entscheidend für Vorteilhaftigkeit Trade Sale vs. IPO ist das Verhältnis um Liquiditätsprämie und strategische Prämie

### Nutzung von Dual Track im Verkaufsprozess noch gering



Quelle: Povaly (2007), "Private Equity Exits Divestment Process Management for Leveraged Buyouts".

# Bewertungsaspekte und Nachweis der Vorteilhaftigkeit von Dual-Track

## Dual- vs. Single-Track

### Studie: Vergleich Dual- vs. Single-Track Exits

- Empirische Analyse von 679 Transaktionen (> USD 10Mio. Transaktionsvolumen) in der Zeit von 1995 bis 2004 in den USA
- Vergleich der erreichten Umsatzmultiplikatoren von Single Track (Verkauf durch M&A Prozess) und Dual-Track
- Differenzierung zwischen Dual-Track, die letztendlich an einen Investor verkauft wurden (Dual-Track-Private) und diejenigen, die mit einem IPO beendet wurden (Dual-Track-Public)
- Der Einfluss anderer Faktoren auf den Transaktionspreis wie Qualität des Zielunternehmens / Zahlungsart (Cash / Aktien), Transaktionsjahr, Industrie wurden dabei kontrolliert

	Single Track	Dual-Track-Private	Dual-Track-Public	Alle
Anzahl Transaktionen	539	44	96	679
Ø Transaktionsvolumen	102,6	600,4	862,3	243,1
Anteil Finanzinvestoren	20,6%	50,0%	53,6%	27,2%
<b>Prämie über Single-Track</b>	n.m.	<b>22-26%</b>	<b>18-21%</b>	n.m.

Quelle: James C. Brau, Ninon K. Sutton, Nile W. Hatch (2008), in Journal of Business Venture, Nr. 25, 2010, S. 389-402.

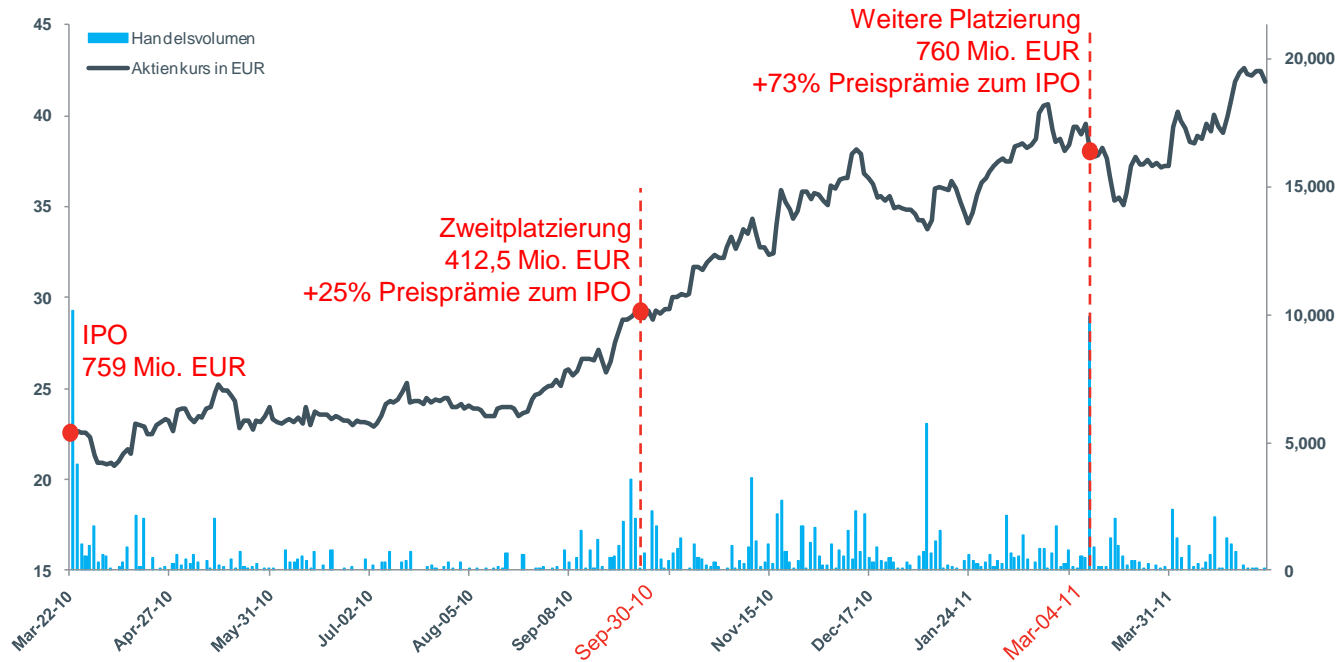
**Dual-Track Transaktionen erzielen höhere Multiples als Single-Track Transaktionen**



# Bewertungsaspekte und Nachweis der Vorteilhaftigkeit von Dual-Track

Beispiel Dual-Track Kabel Deutschland Holding AG (auf Basis externer Informationen)

## Aktienkursentwicklung



## Dual Track

- Februar 2010 – Ablehnung des Kaufgebots eines Finanzinvestoren-Konsortiums i.H.v. 5,2 Mrd. EUR
- Von Providence Equity Partners angestrebter Exit über IPO

			Sep-30-2010	Mar-04-2011		May-11-2011
Equity-Wert	2,2 Mrd. EUR	Market Cap	2,6 Mrd. EUR	3,4 Mrd. EUR	Gesamterlös Offering	1,9 Mrd. EUR
Schulden	3,0 Mrd. EUR	Schulden	2,9 Mrd. EUR	2,9 Mrd. EUR	Wert Aktienanteil (noch gehalten)	0,8 Mrd. EUR
Kaufgebot	5,2 Mrd. EUR	Unternehmenswert	5,5 Mrd. EUR	6,3 Mrd. EUR	„Equity-Wert“	2,7 Mrd. EUR

+23%