

Dual Track als Exit-Strategie

M&A-Transaktion oder IPO für den Verkauf deutscher Mid Caps?

Zum Autor



Dr. Michael R. Drill ist Vorstandsvorsitzender der Lincoln International AG, einer auf M&A-Beratung spezialisierten Investmentbank mit weltweit etwa 200 Mitarbeitern. In Deutschland hat Lincoln International im laufenden Jahr 2010 bereits 22 M&A-Deals erfolgreich abgeschlossen.

IPO als Königsweg für Finanzinvestoren

2011 stehen in Deutschland bei Finanzinvestoren etwa 200 Mid Cap-Portfoliounternehmen mit einer Wertbandbreite von 25 bis 250 Mio. EUR zum Exit an. Als Alternative zum klassischen Exit über einen M&A-Deal, also einen Verkauf an einen industriellen Käufer oder an einen weiteren Finanzinvestor im Wege eines Secondary Buyouts, beschäftigen sich immer mehr Portfoliounternehmen mit dem Thema Börsengang. Das eigene IPO stellt nicht nur für das Unternehmen und dessen Management in der Regel das bevorzugte Szenario dar. Auch für Beteiligungsgesellschaften ist der Börsengang der Königsweg zum Ausstieg schlechthin: Neben (vermeintlich) höheren Emissionserlösen und der Vermeidung komplexer Kaufverträge mit entsprechenden Garantien und Gewährleistungen erhoffen sich Finanzinvestoren vor allem auch erhebliche Reputationsgewinne für ihr künftiges Neugeschäft. So überrascht es auch wenig, dass bei den elf deutschen Börsengängen 2010 in sechs Fällen Finanzinvestoren als Verkäufer auftraten. Analysiert man die Beispiele Ströer, Brenntag, Tom Tailor, Kabel Deutschland und Helikos, ist zumindest die Frage erlaubt, ob in dem einen oder anderen Fall unter reinen Erlösgesichtspunkten ein Trade Sale an einen Wettbewerber nicht zielführender gewesen wäre.

Voraussetzungen für ein IPO

Nur die wenigsten zum Exit anstehenden Portfoliounternehmen im Mid Cap-Segment dürften allerdings auch

die erforderliche Reife für ein Listing im Entry Standard der Deutschen Börse vorweisen. Emissionsbanken und institutionelle Investoren prüfen heute wesentlich kritischer als in den Jahren 1999 und 2000 die Nachhaltigkeit und die Wachstumspotenziale von Geschäftsmodellen. Neben einer einwandfreien Finanzhistorie sind überdurchschnittliche Wachstumsraten und Marktanteilsgewinne unerlässliche Voraussetzungen für ein IPO. Zudem sollte die Marktkapitalisierung des Streubesitzes mindestens 100 Mio. EUR überschreiten, damit Brokerhäuser und namhafte institutionelle Anleger hinreichendes Interesse für die jeweilige Aktie entwickeln.

Dual Track auf dem Vormarsch

Für das realistische ein Dutzend deutscher IPO-Kandidaten sind die dahinterstehenden Finanzinvestoren gut beraten, einen sogenannten Dual Track-Prozess aufzusetzen, bei dem parallel zum Börsengang ebenfalls die Umsetzung eines M&A-Deals geprüft und gegebenenfalls angestrebt wird. Die Vorteile eines derartigen Vorgehens liegen auf der Hand:

- Motivation des Managementteams und der Belegschaft
- Reduzierte Abhängigkeit von volatilen Aktienmärkten
- Bieterwettbewerb zwischen Kapitalmarkt und Markt für Unternehmenskontrolle
- Disziplinierung von Emissionsbanken und Erwerbsinteressenten im Vorfeld der definitiven Entscheidung
- Höhere Verkaufserlöse und bessere sonstige Konditionen (z.B. Lock-up beim IPO oder Reps and Warranties beim Trade Sale)

Unabhängige Prüfung wichtig

Voraussetzung für einen erfolgreichen Dual Track, bei dem sich künftig wohl vermehrt der Verkauf an den strategischen Investor durchsetzen wird, ist eine professionelle Vorbereitung und Durchführung des Exit-Prozesses. Darüber hinaus ist es erfahrungsgemäß entscheidend, dass unterschiedliche Investmentbanken das IPO- bzw. das M&A-Vorhaben getrennt voneinander begleiten; schließlich haben die Institute in der Regel unter Reputationsgründen und Folgegeschäftgründen eine klare Präferenz für ein IPO – auch wenn der M&A-Deal für den verkaufenden Eigentümer eine finanziell eindeutig attraktivere Option darstellt. ■