

DUAL-TRACKPROCES IS HERE TO STAY

Misschien wel de beste voorbereiding voor de verkoop en toekomst van uw bedrijf

In de laatste jaren heeft het dual-trackproces sterk aan terrein gewonnen ten opzichte van andere exitstrategieën. Het merendeel van de Nederlandse beursgangen in het afgelopen jaar werd voorafgegaan door een dual-trackproces. Jetty Tukker en Jan-Paul van der Hoek, partners bij Houthoff Buruma, verwachten dat de populariteit van deze exitstrategie zal aanhouden.

Volgens Tukker is het dual-trackproces, waarbij de opties voor een beursgang of een onderhandse verkoop zo lang mogelijk worden opengehouden, een betrekkelijk recent fenomeen. “In de crisisjaren zag je het niet”, vertelt Tukker. “De populariteit is mede te danken aan de lage rentestanden en de daarmee samenhangende hoge waardering van aandelen. De traditionele korting op een beursgang lijkt te zijn verdwenen. Hiermee wordt een beursgang voor veel partijen een serieuze optie”, zegt ECM-specialist Tukker die afgelopen augustus overstapte van Allen & Overy naar Houthoff Buruma. Zij legt uit dat er verschillende routes zijn binnen een dual track. “Soms wordt er eerst een controlled auction ingezet om biedingen van strategische of private-equitypartijen te inventariseren. In andere gevallen ligt de focus op een beursgang, maar staan verkopers open voor onderhandse biedingen.” Er zijn ook voorbeelden van ondernemingen die soortgelijke bedrijven in andere landen naar de beurs hebben zien gaan: de daar generaliseerde multiple kan als benchmark dienen voor de IPO van de Nederlandse onderneming c.q. biedingen van mogelijke onderhandse kopers.

Bescherming tegen onzekerheden Naast de macro-economische ontwikkelingen draagt ook de toenemende openheid van private-equitypartijen bij aan de toename van het aantal dual-trackprocessen. “Private equity staat er vaker voor open om een commissaris in het publieke domein te hebben”, zegt Tukker. Toch is de voorliefde van private equity voor het dual-trackproces voornamelijk ingegeven door het gunstige beursklimaat. “Bij een beursgang verkoop je natuurlijk maar een deel van het bedrijf. Je moet skin in the game houden, anders wek je onvoldoende vertrouwen”, zegt Van der Hoek. “Een beursgang biedt een potentiële upside, maar het kan natuurlijk ook de andere kant op gaan”, vult Tukker aan.

De keuze voor een dual track kan ook ingegeven zijn door geopolitieke onzekerheden, zoals het Brexit-referendum en de Amerikaanse verkiezingen. “Veel partijen gingen net voor het Brexit-referendum naar de beurs. Beleggers houden dat soort data zeker in de gaten. Mocht het klimaat voor een beursgang toch niet gunstig zijn, dan kan er met een dual track alsnog gekozen worden voor een andere optie, zoals een private placement of een onderhandse verkoop. Het vergroot simpelweg de succeskan-

Recente beursgangen	Dual track? ¹
ABN AMRO	Ja ²
ASR	Ja ²
Basic-Fit	Ja
Coca-Cola European Partners	Nee ³
ForFarmers	Nee
Philips Lighting	Ja
Sif	Ja
Takeaway.com	Nee

1. Gebaseerd op publieke informatie
2. Basisscenario IPO met optie onderhandse verkoop
3. Fusie, geen exit scenario

sen op een deal”, vertelt Van der Hoek. De huidige marktomstandigheden gecombineerd met politieke onzekerheden zoals de uitwerking van de Brexit, Amerikaanse verkiezingen en de aanstaande verkiezingen in verschillende Europese landen zullen er voor zorgen dat dual track populair blijft, denkt het duo. Het geeft de markt meer ruimte om met onzekerheden om te gaan.

VERTROUWEN IN DE TOEKOMS

Tukker en Van der Hoek zien dat deals met dank aan de dual track minder



Voordelen dual track		Nadelen dual track	
✓	Maximale flexibiliteit	✗	Complex en tijdsintensief; beperkte overlap in processen
✓	Potentieel optimale verkoopopbrengst door extra competitief proces	✗	Veel managementaandacht
✓	Indien vertrouwelijkheid gewaarborgd, focus bij potentiële kopers/investeerders	✗	Geïnteresseerde partijen kunnen afhaken bij perceptie van te serieuze mogelijkheid alternatieve transactie
✓	Verhoogde dealzekerheid; minder afhankelijk van marktomstandigheden (incl. 'IPO window')	✗	Goede prijsvergelijking is lastig (gehele verkoop vs. verkoop in tranches)
✓	Bij IPO: mogelijkheid hogere verkoopopbrengst bij verkoop resterende belang	✗	Bij IPO: gedeeltelijke verkoop, risico lagere verkoopopbrengst bij verkoop resterende belang en kosten tot verkoop laatste tranche
✓	Publiciteit, in het bijzonder bij beursnotering	✗	Hogere kosten

snel afketsen. “Tijdens de crisis werd bij veel deals de stekker eruit getrokken als er issues waren. Uitstel leidde regelmatig tot afstel”, memoreert Tukker. De partners van Houthoff Buruma verwachten dat alleen een ernstige crisis een einde zou kunnen maken aan de populariteit van dual tracks. “Het allerbelangrijkste is vertrouwen in de toekomst. Wanneer dat vertrouwen er niet is, gaat dan ten koste van de deal flow, de prijzen en de opties die bedrijven hebben”, zegt Van der Hoek.

Hoewel het dual-trackproces flexibiliteit biedt, zijn er ook nadelen. “Het vraagt veel tijd van het management en de kosten zijn hoger dan bij een enkel traject”, zegt Tukker. De focus ligt binnen de twee trajecten op een ander vlak. “Bij een beursgang moet een bedrijf vooral een sterke equity story hebben. Waarom moeten beleggers in jouw bedrijf investeren?”, zegt Tukker. “Het schrijven van een prospectus is een enorm intensief traject. Je moet naast de business van de onderneming ook alle risico’s voor institutionele en particuliere beleggers goed in kaart brengen”, zegt Van der Hoek. “Met het risico dat het werk dus voor niets is geweest, hoewel in sommige gevallen het conceptprospectus voor potentiële onderhandse kopers als een soort vendor due diligence rapport kan worden gebruikt.” Bij een onderhandse verkoop is niet het prospectus, maar de koopovereenkomst het belangrijkste document. Ook het due diligence-proces is in beide processen anders. “Bij een beursgang ligt de nadruk op het controleren van de juistheid van informatie in het prospectus en het openbaar maken

van alle informatie die voor beleggers van belang is om een verantwoorde beleggingsbeslissing te kunnen nemen”, legt Tukker uit. “Bij een onderhandse verkoop worden de risico’s in kaart gebracht en wordt over en weer meer aandacht geschonken aan forecasts. Het due diligence-onderzoek vormt, naast waardering, de basis voor de eventuele garanties en vrijwaringen die door de verkoper worden gegeven”, vult Van der Hoek aan. In beide processen zal private equity zich anders opstellen dan een strategische verkoper. “Een strategische verkoper zal in beginsel vaak een volledige set garanties en benodigde vrijwaringen verstrekken tijdens een verkoop, terwijl private-equityverkopers deze veelal niet of zo min mogelijk zullen geven.”

DUAL-TRACK PERFECT VOOR GROEIERS

Met name private-equitypartijen kunnen gebaat zijn bij de snelheid van een regulier single M&A-traject. “Wanneer je als PE-partij een fonds moet closen kun je je het vaak niet veroorloven om naar de beurs te gaan, omdat je nog geruime tijd een meerderheidsbelang houdt. Je wilt dan het hele bedrijf ineens kunnen verkopen, zodat je de investeerders kunt uitbetalen”, legt Tukker uit. Zij ziet ook dat private-equityfondsen hun investeringen soms langere tijd aanhouden. “Er ligt al veel geld op de plank, waardoor het aantrekkelijk kan zijn om niet in één keer, maar geleidelijk uit te stappen.”

De beurs is volgens Van der Hoek soms

geen optie wanneer de private-equity-deelnemingen een hoge schuldenlast meetorsen. “Voor een bedrijf als Van Ganswinkel was een IPO voor mijn gevoel niet de meest geëigende route”, zegt Van der Hoek over de afvalwerker die onlangs werd overgenomen door de Britse branchegenoot Shanks Group. Houthoff Buruma adviseerde Shanks Group bij deze transactie. Bij een (te) hoge schuldenlast is een dual-trackproces dus niet zinnig. Wanneer wel? In de ogen van Van der Hoek vormde Eurofiber een schoolvoorbeeld van een geslaagde dual track. “Ze hadden een hele sterke equity story. De groei van glasvezel is razendsnel gegaan en de verglazing van Nederland zet door. Glasvezel kan de toenemende datastroom beter verwerken dan coax of koper”, zegt Van der Hoek. Ondanks de mooie equity story werd Eurofiber voor 875 miljoen euro verkocht aan het Franse Antin Infrastructure Partners, een investeerder die in meerdere Europese infrastructurele bedrijven investeert. “Het is officieel een investeerder, maar je kunt het ook zien als een strategische partij. Ze zitten erin voor de lange termijn, zeg vijf tot acht jaar, en zullen ons begeleiden bij groei”, zei Alex Goldblum, CEO van Eurofiber destijds. In deze zaak stond Houthoff Buruma Eurofiber en haar aandeelhouders bij. Tukker en Van der Hoek denken dat voor bedrijven met zo’n sterk groeipotentieel een dual-trackproces veruit de interessantste optie blijft. “Dankzij een competitief biedingsproces kan de verkoopopbrengst geoptimaliseerd worden.” ■

DOOR TIM JANSEN