

HRO KONTAKTE

Dr. Jörg Ritter
joerg.ritter@hro.com

Dominic Lloyd
dominic.lloyd@hro.com

AM ANFANG STEHT DIE EXIT STRATEGIE DIE BEDEUTUNG DER DESINVESTITIONSSTRATEGIE FÜR DIE INVESTITIONSENTSCHEIDUNG

von Dr. Jörg Ritter und Dominic Lloyd, beide Partner
der internationalen Sozietät Holme Roberts & Owen

Die Nachhaltigkeit der Exit-Strategie ist für jede Venture Capital Investition die zentrale Fragestellung. Ihre Gestaltung und Ausrichtung bestimmt den Erfolg des Investments. Der Erfolg des Fund Raisings wird mitbestimmt von den derzeitigen Exit-Erfolgen. Ist eine Desinvestition nicht möglich und erscheint sie auch kurz- und mittelfristig als schwierig und finanziell unattraktiv, so wird das gegenwärtige Fund Raising nachhaltig erschwert. Das Investitionsklima insgesamt nimmt Schaden. Die klassische Abfolge zwischen einem Investment und zwei oder drei Finanzierungsrunden, die unmittelbar in einen IPO der Portfoliogesellschaft münden, ist schwieriger geworden. Es gibt, insbesondere auf dem Gebiet der Biotech-Investments, eine zunehmende Zahl an alternativen Desinvestitionsmöglichkeiten. Gerade die Kommerzialisierung von Biotech-Produkten ist in den seltensten Fällen planbar und daher von ihrer Dauer und Erfolgsaussichten schwierig prognostizierbar. Zudem sind eine Vielzahl von regulatorischen und wissenschaftlichen Hürden zu überwinden. Die Public-Equity-Märkte gleichen einer Achterbahnfahrt, die gekennzeichnet ist von irrationalen Übertreibungen gefolgt von Gegenbewegungen.

DIE SYNCHRONISATION ZWISCHEN FONDSLAFZEIT UND INVESTMENTHORIZONT

Ein zentrales Problem der meisten Investments liegt in der zeitlichen Synchronisation zwischen dem Investmenthorizont, der Fondslaufzeit (zumeist zehn Jahren) und der – teilweise – bis zu zwanzig Jahre dauernden Markteinführung eines Biotech-Produkts. In rechtlicher Hinsicht ist daher die ungehinderte Transaktionsfähigkeit besonders wichtig. Nur Biotech-Gesellschaften, die es schaffen, die Desinvestitionsmöglichkeit des Investors in einem überschaubaren Zeitraum aufzuzeigen, sind in der Lage, neues (Eigen-) Kapital einzuwerben.

Nachdem in den Jahren 1999 und 2000 das menschliche Genom entschlüsselt wurde, entwickelte sich auch in Deutschland rasch ein respektable Finanzierungsmarkt für Biotech-Gesellschaften. Im Jahr 2000 betragen die Emissionserlöse aus Erstnotizen amerikanischer Biotech-Unternehmen USD 4,9 Mill. und USD 14,9 Mill. durch Folgeemissionen. Nachdem die Investment- und Biotech-Blase im Jahr 2000 platzte, öffnete sich das IPO-Fenster erst zaghaft im Jahr 2003 wieder. Der Markt stabilisierte sich im 2004, so dass durch Erstemission über USD 2 Mill. weltweit von Biotech-Unternehmen eingeworben werden konnten. Die börslichen Investoren sind jedoch reifer geworden, so dass Aktien von Gesellschaften, deren Produkte sich erst im Frühstadium befinden, nicht platziert werden konnten. Im Jahr 2005 ist die Zahl der Erstnotizen an internationalen Börsen gegenüber 2004 stark zurückgegangen. Hinzu kommt, dass die Kurse der Erstnotiz meist nicht gehalten werden konnten.

August 2006

© urheberrechtlich geschützt
Holme Roberts & Owen



ZUNEHMENDE BEDEUTUNG VON AUßERBÖRSLICHEN EXITS

Da sich ein Exit über die Börse zunehmend schwieriger gestaltet, wächst die Bedeutung eines außerbörslichen Desinvestitionsszenarios. So konnten wir im Jahr 2005 einen starken Anstieg von Trade-Sales unter Beteiligung von großen Pharmafirmen beobachten. Dieser Trend setzt sich ungebrochen im Jahr 2006 fort. Dabei wird die Akquisitionsstrategie großer Pharmaunternehmen vor allen Dingen von langfristigen strategischen Entscheidungen und von dem Bedürfnis nach der Verstärkung der eigenen Produkt-Pipeline vor dem Hintergrund auslaufender Patente gestützt. Hinzu kommen ein verschärfter Preiskampf und ein zunehmender Wettbewerb von Spezialanbietern. Selbst große Pharmaunternehmen haben ein Bedürfnis, ihre internen Forschungsleistungen durch externe Produkte abzurunden.

In den USA wurde diese Entwicklung durch den American Job Creation Act, der zu einer verstärkten Konzentration von Forschungs- und Entwicklungsarbeiten in den USA führte, gestützt. Zudem läuft in den nächsten drei Jahren der Patentschutz von 16 der 20 meist verkauften Blockbustern aus.

Die Börsen honorieren Lizenzdeals mit großen Pharmaunternehmen, da hierin ein großer Vertrauensbeweis durch etablierte Gesellschaften gesehen wird, der das Risiko der Investoren minimiert. Jedoch wird durch Lizenzdeals das eigene Potential der Biotech-Gesellschaften geschwächt, da diese nicht mehr frei ihre Strategie bestimmen können.

In letzter Zeit sind auch wieder häufiger klassische IPOs zu beobachten. Ihr Erfolg hängt auch von der breiten und vertraglich abgesicherten Unterstützung der Investoren ab. Singuläre Veto-Rechte für einzelne Investoren können die Transaktionsfähigkeit gefährden.

BÖRSENNOTIERUNG OHNE IPO

Zudem ist es für eine Reihe von in Deutschland börsennotierten Biotech-Gesellschaften reizvoll, die Technologie nicht börsennotierter Unternehmer zu erwerben und diese hierdurch unmittelbar an der Börse einzuführen. Dies wird zum Teil durch die Aktionäre der Gesellschaften ermöglicht, deren Anschlussfinanzierung gescheitert ist und somit eine Insolvenz unvermeidlich wurde. Umgekehrt kann es für nicht börsennotierte Gesellschaften und ihre Investoren attraktiv sein, börsennotierte Mäntel zu erwerben (eventuell unter Befreiung von dem Erfordernis eines Pflichtangebots), um ihre Portfoliogesellschaften schnell an der Börse einzuführen. Hiervon profitieren sowohl die Alt- als auch die Neuaktionäre. Mitunter sind diese Gruppen sogar überlappend.

Ferner ist zu beobachten, dass das insbesondere in Deutschland schwieriger werdende Investitionsklima einen Flip-Up unter einer neuen US-Holding erfordert, um somit auch für US-amerikanische Investoren attraktiv zu sein, die aus verschiedensten Gründen ausschließlich in Vehikel nach amerikanischen Recht investieren. Hintergrund hierfür ist häufig auch, dass ein Exit über etablierte US-amerikanische Kapitalmärkte den VC-Investoren wahrscheinlicher erscheint, als über den deutschen Kapitalmarkt. Darüber hinaus gehen die VC-Investoren davon aus, dass der US-amerikanische Kapitalmarkt grundsätzlich bereit ist, höhere Unternehmensbewertungen zu akzeptieren, als dies bei den europäischen Kapitalmärkten der Fall ist.

Deshalb gehen wir davon aus, dass der Trade-Sale seine schon bestehende Bedeutung als außerbörsliche Desinvestitionsstrategie im Vergleich zum IPO weiter ausbauen wird.



Holme Roberts & Owen

Rechtsanwälte · Attorneys at Law

Der Trade-Sale wird vor allen Dingen von Angebot und Nachfrage, insbesondere auf Seiten großer Pharmaunternehmen, soweit es um höhere Bewertungen geht, dominiert, wohingegen der Exit über die Börse stark von der allgemeinen Börsenstimmung und damit zu einem großen Teil von Biotech-branchenfremden Einflüssen mitbestimmt wird.

Die grundsätzliche Bereitschaft, beide Wege zu gehen und diese als für den Investor attraktiv darzustellen, ist der Schlüssel für jede Biotech-Gesellschaft künftige Finanzierungsrunden erfolgreich zu gestalten.

Investoren und Portfolio Gesellschaften gleichermaßen müssen daher die Transaktionsfähigkeit sicherstellen.

Die Informationen und Angaben dienen der allgemeinen Information und stellen keine Rechtsberatung dar. Sie erheben weder einen Anspruch auf Richtigkeit, noch Vollständigkeit. Die Benutzung erfolgt auf eigene Gefahr. Insbesondere sind die dargestellten Beispiele nicht auf jeden Einzelfall übertragbar. Bitte wenden Sie sich für Fragen im Einzelfall an unsere Rechtsanwälte.



Holme Roberts & Owen

Rechtsanwälte · Attorneys at Law

www.hro.com

Rosental 4, D-80331 München | Tel +49 (89) 38 39 80-0 Fax +49 (89) 38 39 80-99

MUNICH DENVER BOULDER COLORADO SPRINGS LONDON LOS ANGELES SALT LAKE CITY SAN FRANCISCO