Neue M&A-Transaktionsstrukturen: Perspektiven der Biotech-Industrie

RA Dr. Henning Mennenöh

Hogan & Hartson Raue L.L.P., München

Die angespannte Finanzierungssituation für Biotech-Unternehmen in Deutschland hat dazu geführt, dass viele dieser Unternehmen sich zunehmend für innovative Transaktionsmodelle interessieren, die auch in schwierigem Umfeld Wachstumschancen bieten. Als besonders attraktiv für die beteiligten deutschen Unternehmen haben sich dabei zwei Transaktionsstrukturen erwiesen, die im nachfolgenden Beitrag anhand konkreter Projekte vorgestellt werden: der Unternehmenskauf aus der Insolvenz und das „Reverse Merger"-Modell.

Die problematische Finanzierungssituation deutscher Biotech-Unternehmen hat in letzter Zeit innovative M&A-Transaktionsstrukturen hervorgebracht, von denen sowohl börsennotierte als auch private deutsche Biotech-Firmen profitieren können, weil sie ihnen in einem schwierigen Finanzierungsumfeld Wachstumsperspektiven eröffnen.

Zum einen können sich im Zusammenhang mit Insolvenzen deutscher Biotech-Unternehmen interessante Chancen für Wettbewerber ergeben, attraktive Vermögensgegenstände zu günstigen Konditionen zu erwerben. Zum anderen haben die Schwierigkeiten und Unsicherheiten, die mit einem Börsengang in Deutschland verbunden sind, dazu geführt, dass in immer mehr deutschen Biotech-Unternehmen über eine Börsennotierung in Staaten mit weiter entwickelten Kapitalmärkten, wie in den USA und in England, nachgedacht wird.

Unternehmenskauf aus der Insolvenz

GPC Biotech / Axxima-Transaktion

Axxima Pharmaceuticals war ein Münchener Biotech-Unternehmen, das seit seiner Gründung im Jahr 1998 in mehreren Finanzierungsrunden mehr als 50 Mio. Euro eingeworben hatte. Nach zahlreichen Vorstandswechseln innerhalb weniger Jahre beantragte Axxima im Dezember 2004 die Eröffnung des Insolvenzverfahrens wegen Zahlungsunfähigkeit.

Daraufhin gründeten einige Altgesellschafter der Axxima und neue Investoren zum Zweck des Erwerbes der Vermögensgegenstände der Axxima eine Auffanggesellschaft und statteten sie mit 8,7 Mio. Euro aus, mit denen der Kaufpreis für den Erwerb der Vermögensgegenstände der Axxima vom Insolvenzverwalter und laufende Kosten des Geschäftsbetriebes für eine bestimmte Zeit mitfinanziert werden sollten.

Die Auffanggesellschaft kaufte dann die Vermögensgegenstände der Axxima vom Insolvenzverwalter, wobei die Verhandlungen über diesen Unternehmenskaufvertrag auf der Käuferseite von GPC Biotech als zukünftigem Gesellschafter der Auffanggesellschaft geführt wurden.

Schließlich erwarb GPC Biotech im März 2005 die Auffanggesellschaft für 13,7 Mio. Euro gegen Ausgabe neuer Aktien im Wege einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital an die Gesellschafter der Auffanggesellschaft.

Vorteile dieser Transaktionsstruktur

Für den Erwerber ist eine solche Transaktionsstruktur aus einer Reihe von Gründen vorteilhaft:

Zunächst können auf diese Weise oft attraktive Vermögensgegenstände des insolventen Unternehmens – vor allem Patente, Patentanmeldungen und Know-how – zu günstigen Preisen übernommen werden.

Hinzu kommt, dass eine Reihe von bei Unternehmenskäufen üblichen steuerlichen, arbeitsrechtlichen und sonstigen Haftungsrisiken des Erwerbers nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens reduziert werden. Es gibt verschiedene Sonderregelungen, die erst im eröffneten Insolvenzverfahren eingreifen und den Unternehmenskauf er-

Pharm. Ind. 69, Nr. 9, 1024–1026 (2007)
© ECV · Editio Cantor Verlag, Aulendorf (Germany)

leichtern. So gehen etwa beim Erwerb nach Insolvenzeröffnung bestehende Steuerverbindlichkeiten bei Übernahme eines Unternehmens nicht – wie sonst – automatisch auf den Käufer über. Ebenso gehen Verbindlichkeiten nicht aufgrund einer etwaigen Firmenfortführung auf den Erwerber über. Darüber hinaus ist in diesem Fall die Haftung gegenüber Arbeitnehmern, die der Erwerber im Wege des Betriebsüberganges übernimmt, auf Ansprüche begrenzt, die nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens entstehen.

Schließlich kann der Erwerber bei dieser Transaktionsstruktur seine eigenen Barmittel schonen, wenn Altgesellschafter und neue Investoren den Erwerb der Vermögensgegenstände des insolventen Unternehmens und gegebenenfalls auch laufende Kosten des Geschäftsbetriebes für eine Übergangszeit mitfinanzieren.

RA Dr. Henning Mennenöh

ist Rechtsanwalt und Partner im Münchener Büro der internationalen Kanzlei Hogan & Hartson Raue. Schwerpunkt seiner Praxis sind Transaktionen im Bereich Life Sciences. Er ist regelmäßiger Berater zahlreicher Pharma- und Biotechnologie-Unternehmen und hat umfangreiche Erfahrungen in den Bereichen Unternehmenskäufe, Allianzen und Partnerschaften, Kooperations- und Lizenzvereinarungen und Finanzierungen.

Das richtige Timing

Das richtige Timing ist beim Unternehmenskauf aus der Insolvenz entscheidend.

Bei der Veräußerung eines Unternehmens vor Eröffnung des Hauptverfahrens, also während des vorläufigen Insolvenzverfahrens, würden beide Parteien erhebliche Risiken eingehen: Der vorläufige Insolvenzverwalter könnte persönlich dafür haften, dass er die Masse nicht ordentlich gesichert hat, und der Käufer würde riskieren, dass der Erwerb des Unternehmens aufgrund einer Insolvenzanfechtung scheitert. Außerdem würde der Käufer nicht von den bereits genannten Sonderregelungen profitieren, die erst nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens eingreifen und die Haftungsrisiken des Käufers reduzieren.

Vor Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrages sollte deshalb die Eröffnung des Insolvenzverfahrens abgewartet werden. Zur Beschleunigung des Erwerbsverfahrens sollten die Verhandlungen über die Einzelheiten des Unternehmenskaufvertrages aber durchaus schon vor Insolvenzeröffnung stattfinden. Der potentielle Käufer und der vorläufige Insolvenzverwalter sollten bei diesen Verhandlungen – jedenfalls in der Endphase – auch die voraussichtlichen Mitglieder des Gläubigerausschusses beteiligen. Dann kann unmittelbar nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens der Unternehmenskaufvertrag vom Käufer und dem Insolvenzverwalter unterzeichnet und die erforderliche Zustimmung des Gläubigerausschusses eingeholt werden.

Besonderheiten des Unternehmenskaufvertrages

Der Unternehmenskauf aus der Insolvenz kann – je nach der konkreten steuerlichen Situation und den sonstigen Umständen – als „asset deal“ oder als „share deal“ strukturiert werden. Entweder verkauft und überträgt der Insolvenzverwalter Vermögensgegenstände der insolventen Gesellschaft im Wege eines asset deals unmittelbar an den Erwerber, oder der Insolvenzverwalter gründet eine Auffanggesellschaft, überträgt Vermögensgegenstände des insolventen Unternehmens auf diese und veräußert anschließend die Geschäftsanteile an der Auffanggesellschaft an den Erwerber. Wird die zweite Alternative gewählt, so ist es im Interesse des Erwerbers, sich mit dem Insolvenzverwalter im einzelnen über die Auswahl der an die Auffanggesellschaft zu übertragenden Vermögensgegenstände abzustimmen.

Grundsätzlich muss der Gläubigerausschuss, in dem regelmäßig die Vertreter der größten Gläubiger und ein Arbeitnehmervertreter sitzen, dem Verkauf und der Übertragung eines insolventen Unternehmens zustimmen. Eine Zustimmung durch die Gläubigerversammlung, die alternativ möglich wäre, scheidet in der Praxis regelmäßig aus, weil deren Einberufung zu zeitaufwändig wäre.

Beteiligung dritter Investoren

Besonders attraktiv kann der Erwerb eines Unternehmens aus der Insolvenz sein, wenn dritte Investoren – wie im Fall GPC Biotech/Axxima – den Kauf der Vermögensgegenstände des insolventen Unternehmens gegen Ausgabe neuer Aktien des erwerbenden Unternehmens mitfinanzieren. Der Erwerber kann so seine Barmittel schonen. Für die Altgesellschafter des insolventen Unternehmens eröffnet diese Akquisitionsstruktur die Möglichkeit, ihr ursprüngliches Investment zu schützen. Für sie kann es attraktiv sein, an dem ihnen bereits bekannten Geschäftsbetrieb beteiligt zu bleiben, während die Altverbindlichkeiten bei der insolventen Gesellschaft verbleiben.

Reverse Merger

Micromet / CancerVax-Transaktion

Negative Ergebnisse und das Scheitern von Phase-III-Studien im September 2005 führten dazu, dass der Kurs der börsennotierten US-Biotech-Firma CancerVax Corporation

© ECV · Editio Cantor Verlag, Aulendorf (Germany)

im letzten Jahr erheblich fiel und die Firma die Zahl ihrer Arbeitnehmer stark reduzieren musste.

Im Januar 2006 unterzeichneten die nicht-börsennotierte deutsche Micromet AG und CancerVax einen Verschmelzungsvertrag, nach dem Micromet von CancerVax formell im Wege eines „Reverse Merger" übernommen werden sollte. Die bisherigen Micromet-Aktionäre sollten danach jedoch beherrschenden Einfluss auf das neue Unternehmen haben.

Auf der Grundlage einer Bewertung der beiden Gesellschaften wurde vorgesehen, dass die Aktionäre von Micromet (vor allem Venture Capital-Firmen) mit Wirksamwerden der Verschmelzung ca. 67,5 % und die ursprünglichen CancerVax-Aktionäre die übrigen 32,5 % der Aktien des neuen Unternehmens halten sollen.

Nach Abschluss der Transaktion im Mai 2006 wurde die Firma des zusammengeschlossenen, an der NASDAQ notierten Unternehmens, in Micromet, Inc. geändert. Die Unternehmensführung übernahm der Vorstandsvorsitzende der früheren Micromet AG. Zwar hat das neue Unternehmen seinen Sitz in den USA, die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten werden aber in München konzentriert, wo auch die Mehrzahl der Arbeitnehmer beschäftigt wird.

Vorteile dieser Transaktionsstruktur

Ein Reverse Merger bietet deutschen Biotech-Unternehmen folgende mögliche Vorteile:

Dem deutschen Kapitalmarkt fehlt im Gegensatz zum US-Kapitalmarkt vielfach die kritische Masse, um die Bedürfnisse wachsender Biotech-Unternehmen zu befriedigen. Durch eine Börsennotierung in den USA erhält ein deutsches Biotech-Unternehmen für Anschlussfinanzierungen Zugang zum US-Kapitalmarkt, was die Beschaffung von Kapital erheblich erleichtert. Denn im Gegensatz zum deutschen Kapitalmarkt bietet der Kapitalmarkt in den USA wachstumsorientierten Biotech-Firmen das richtige Umfeld, um ihren zusätzlichen Kapitalbedarf zu befriedigen: liquidere Märkte (also ein hohes durchschnittliches Handelsvolumen der Aktien), eine große Zahl von Investoren, die im Biotech-Bereich aktiv sind, und bewährte rechtliche Rahmenbedingungen. Dazu gehören die Vermeidung von Bezugs- und Zustimmungsrechten der bisherigen Gesellschafter und attraktive Möglichkeiten einer Finanzierung durch PIPEs (private investments in public equity) und Convertible Bonds (Wandelschuldverschreibungen).

Ein Reverse Merger kann für deutsche Biotech-Firmen ein sehr effizienter Weg an den US-Kapitalmarkt sein, weil sich auf diese Weise eine Börsennotierung in den USA im Vergleich zu einem regulären Börsengang viel schneller und billiger erreichen lässt.

Außerdem ist die Börsennotierung von Aktien einer US-Gesellschaft im Hinblick auf die Bewertung und Akzeptanz durch US-Investoren häufig gegenüber der Notierung von Aktien oder ADRs (American Depositary Receipts) einer deutschen Gesellschaft günstiger. Einige große amerikanische institutionelle Investoren sind durch satzungsmäßige oder regulatorische Beschränkungen daran gehindert, in ausländische Gesellschaften zu investieren. Ein Zugang zu US-Investoren kann zu einer deutlich gesteigerten Nachfrage nach den Aktien der Gesellschaft und damit einer möglichen höheren Bewertung führen.

Schließlich eröffnet ein Reverse Merger für Gesellschafter eines deutschen Biotech-Unternehmens, insbesondere Venture Capital-Gesellschaften, eine neue Exitmöglichkeit, deren Bedeutung nicht unterschätzt werden sollte, da IPOs und Unternehmensverkäufe auf dem deutschen Markt schwieriger geworden sind. Es überrascht daher wenig, dass die Diskussion über einen möglichen Reverse Merger oft von Venture Capital-Gesellschaften angestoßen wird, die an einem deutschen Biotech-Unternehmen beteiligt sind. Die Aussicht auf eine Bewertung ihrer Beteiligungsunternehmen auf einem Niveau, das ihr Investment belohnt und den Weg zu einem profitablen Exit eröffnet, ist für sie besonders attraktiv.

Rechtliche Strukturierung

Die Transaktionsstruktur eines Reverse Mergers zwischen einem deutschen Biotech-Unternehmen und einer an der NASDAQ notierten US-Gesellschaft ist rechtlich kompliziert. Der Reverse Merger findet nach US-Recht unter Beteiligung verschiedener neuer US-Gesellschaften statt, die von den Aktionären der beiden beteiligten Unternehmen gegründet und miteinander verschmolzen werden. Im Ergebnis halten die Aktionäre beider Unternehmen Anteile an der börsennotierten US-Gesellschaft.

Die Verschmelzung wird erst wirksam nach Vorliegen der notwendigen behördlichen Zustimmungen der Securities Exchange Commission (SEC) und anderer zuständiger Behörden, und der Zustimmung der Aufsichtsräte und Aktionäre beider Unternehmen.

Ausblick

Die dargestellten neuen Transaktionsformen zeigen, dass deutsche Biotech-Firmen zunehmend offen sind für innovative Transaktionsmodelle, die ihnen trotz – oder im Fall des Unternehmenskaufes aus der Insolvenz – gerade wegen der schwierigen Finanzierungssituation in Deutschland neue Wachstumschancen eröffnen. Bei der Suche nach neuen Finanzierungs- und Wachstumsmöglichkeiten orientieren sich deutsche Biotech-Unternehmen immer häufiger an Lösungen in ausländischen Märkten, vor allem in den USA. Die Transaktionsstrukturen werden internationaler und in den USA gängige Modelle (z. B. PIPEs und Convertible Bonds) werden auch in Deutschland in Zukunft eine immer größere Rolle spielen.

Korrespondenz:
Dr. Henning Mennenöh,
Hogan & Hartson Raue L.L.P.,
Schackstr. 1,
80539 München (Germany),
Fax +49 (0)89-205 088 810,
e-mail: hmennenoeh@hhlaw.com

Pharm. Ind. 69, Nr. 9, 1024–1026 (2007)
© ECV · Editio Cantor Verlag, Aulendorf (Germany)