

III KAPITALMARKT

Kreativ aus der Krise – frisches Geld für die Biotechnologie

Zähigkeit und Kreativität sollte an vorderer Stelle in jeder Stellenbeschreibung für eine Führungsposition in Biotech-Unternehmen stehen. Nicht zuletzt das ungünstige finanzielle Umfeld fördert neue Finanzierungsmodelle zutage, mit denen die Unternehmen ihr finanzielles Überleben sichern.

Die Finanzierung über die heimische Börse ist für deutsche Unternehmen im Zuge der Finanzmarktkrise schwieriger geworden. Durch die negative Wertentwicklung bei den Börsengängen der jüngeren Vergangenheit und Rückschlägen bei der Produktentwicklung arrivierter Unternehmen hat die Risikoaversion bei Investoren zugenommen. Positiv bleibt festzustellen, dass die deutschen Unternehmen die Erholungsphase vor etwa zwei Jahren nach dem Abklingen des Bewertungshypes am Neuen Markt zur Verlängerung ihrer Finanzierungsreichweite genutzt haben. Die Kostenstrukturen wurden zügig an das schwierige Umfeld angepasst. Zusätzlich ist auch in Deutschland das vorhandene Repertoire der Finanzierungsoptionen in seiner Breite stärker genutzt worden.

Trend zu längeren Zeiträumen

So ist ein Trend hin zu Finanzierungsformen erkennbar, die den Unternehmen eine Option zur Refinanzierung über einen längeren Zeitraum einräumt. Diese Eigenkapitalzusagen auf Abruf, wie sie zum Beispiel Micro-



Die Autoren



Dr. Martin Schnee ist seit rund zehn Jahren in der Analyse von europäischen Biotech-, Chemie- und Pharmafirmen tätig. Neben seiner Tätigkeit als Partner von fairesearch ist er Eigentümer der Firma Schnee Research. Der Diplom-Chemiker und Biotechnologe fing mit der Aktienanalyse bei der Commerzbank an.



Dr. Markus Metzger ist Gründer der Unternehmensberatung MHM Biotech. Der studierte Molekularbiologe war nach seiner Promotion an der Uni Düsseldorf Postdoc an der Harvard Medical School in Boston, wo er sich auf das Fachgebiet Immunologie fokussierte. In seiner Position als Analyst beim Schweizer Bankhaus Vontobel kommentierte er mehr als zehn Jahre die Entwicklung von Biotech- und Pharma-Aktien. Schnee und Metzger sind Mitglied im DFVA Committee Life Science. Schnee ist zertifizierter Biotech- und Kredit-Analyst.

met, Newron, MediGene und schon früher BioMarin genutzt haben, bieten die Option, von der Verpflichtung des Investors Gebrauch zu machen, neue Aktien zu einem Rabatt zu kaufen. Bisher blieben diese Konstrukte auf Unternehmen mit klarer klinischer Validierung begrenzt. Zwar bieten solche Zusagen eine Sicherheit, die Ausübung der Option ist aber erst nach Erreichen positiver Meilensteine und entsprechend hohen Aktienkursen sinnvoll, um den gesamten Kapitalrahmen ausschöpfen zu können.

Interessante Produktgeschichten ziehen selbst im aktuell schwierigen Marktumfeld strategische Investoren an, die in den gedrückten Kursniveaus neue Einstiegschancen wittern. Die vielfach zu beobachtende Abkopplung der Fundamental- von der Marktbewertung deutet solche Gelegenheiten an. Ein gutes Beispiel ist der Einstieg von Ares (Investment-Vehikel der Familie Bertarelli) bei Santhera, wo die gezahlte Prämie die Attraktivität des Investments unterstreicht, aus Sicht der Altaktionäre das aufgenommene Kapital allerdings durch eine relativ hohe Verwässerung erkaufte wurde.

Strategische Partnerschaften stellen zwar keine neue Finanzierungsform dar, haben aber aufgrund der latenten Innovationslücke im Pharmabereich und der schwierigen Refinanzierung der Biotechnologie-Unternehmen über die Börse stark zugenommen. Neben den Partnerschaften zwischen Novartis und MorphoSys beziehungsweise Intercell hat zuletzt auch Willex von einer Kooperation mit UCB Pharma profitiert.

Finanzierung von Privatunternehmen

Weit schwieriger stellt sich die Situation bei den privaten Gesellschaften dar. Fehlende Exits über die Börse und schwindende Ressourcen haben dazu geführt, dass Wagniskapitalgeber sich mit Neuengagements zurückhalten. Auch der drohende Wegfall von Verlustvorträgen in der letzten Unternehmenssteuerreform und das Fehlen einer steuerlichen Forschungsförderung haben die Allokation von Investments in Deutschland unattraktiver gemacht (im Gegensatz



Investoren mit Langfrist-Perspektive: Dietmar Hopp, Karsten Henco, Ernesto Bertarelli

etwa zu Großbritannien und Frankreich). Dies ist um so bedauerlicher, da zum Beispiel staatliche Fonds in Frankreich unter Führung namhafter Pharmamanager theoretisch auch in deutsche Life Sciences-Unternehmen investieren könnten. Zunehmend fließen Gelder auch in börsennotierte Unternehmen, da diese eine im Verhältnis attraktive Bewertung aufweisen (siehe Private Equity Finanzierung Micromet, 2008). Glücklicherweise wird die Finanzierung reiferer Unternehmen, wie zum Beispiel zuletzt bei AC Immune im Januar 2009, in erheblichem Maß durch das Engagement finanziell schwergewichtiger Business Angels unterstützt (zum Beispiel Dietmar Hopp, die Brüder Strüngmann, Ernesto Bertarelli oder Martin Velasco).

Einen Ausweg bieten Partnerschaften mit finanzkräftigen Unternehmen. Ein gutes Beispiel ist die Verbindung von Trion mit Fresenius. Dabei übernimmt Fresenius die kostspielige klinische Entwicklung und potentielle Vermarktung, während Trion sich auf die Forschung, Prozessentwicklung und Produktion konzentrieren kann. Die Kooperationen von AC Immune mit Genentech Ende 2006 und NOXXON Pharma mit Eli Lilly im Jahr 2008 folgen einem ähnlichen Muster.

Finanzierung im Gründungsbereich

Besonders im Gründungsbereich klappt eine eklatante Finanzierungslücke. Allein die Arbeit des hauptsächlich mit Steuermitteln finanzierten High-Tech-Gründerfonds, der bei Anschlussfinanzierungen jedoch auch viele Privatinvestoren mit ins Boot holen konnte, sowie die Aktivität weniger Banken und Technologietransferzentren kann diese Lücke nicht schließen, zumal das Investitionsvolumen die Kosten der gesamten präklinischen Entwicklung kaum abdeckt. Dabei

mangelt es nicht an Gelegenheiten, wie das Engagement von Karsten Henco, einem bekannten Business Angel, bei Neurimmune sowie die Auflage eines neuen Investmentfonds zeigt. Aber nur wenige Unternehmen mit gut validierten Leadsubstanzen und *in vitro*/*-vivo*-Datenpaketen haben Chancen auf Abschlüsse mit hohem Barmittelzufluss, die es ihnen erlauben, sich auf die Entwicklung eines präklinischen Datenpakets und den zügigen Abschluss von Partnerschaften zu konzentrieren. Auch wenn dieses Modell die Gefahr der Verknüpfung privater und geschäftlicher Interessen sowie hoher Renditeerwartungen birgt, überwiegen doch die Vorteile. Neben der finanziellen Sicherheit profitieren die Unternehmen auch vom Investor-Know-how und dessen Netzwerk. Der angestrebte zügige Abschluss von Pharma-/Biotech-Partnerschaften ist besonders in risikoreichen und kostenintensiven Indikationen sinnvoll, selbst wenn ein Teil des kommerziellen Potentials an den Pharmapartner abgetreten wird (z. B. Neurimmune/Biogen Idec). Denn neben Wissenstransfer ermöglicht der gewonnene finanzielle Spielraum die parallele Entwicklung weiterer Produktkandidaten.

Sofern Erfahrung im Business Development, ein überzeugendes Unternehmenskonzept und eine ausreichende Anschubfinanzierung vorhanden sind, lässt sich dieser Weg auch ohne externe Manager erfolgreich beschreiten, wie der Abschluss einer lukrativen Pharmapartnerschaft für den präklinischen Bereich durch das Impfstoffunternehmen Affiris in 2008 zeigt.

Weitere harte Einschnitte ab 2010 möglich

Die börsennotierten Unternehmen sind durch ein stärker genutztes Repertoire von Finanzierungsoptionen und strikte Kosten-

kontrolle gut positioniert, die operativen Aktivitäten in geplantem Umfang bis mindestens 2010 zu sichern. Bei einem Andauern der Krise über 2010 hinaus besteht jedoch das Risiko, dass einige börsennotierte Unternehmen zu weiteren harten Einschnitten gezwungen sein werden.

Nebeneffekt: Konsolidierung

Ohne Exit über die Börse, einen Trade sale oder Erträge aus Partnerschaften müssen Wagniskapitalgeber oder Business Angels für die Finanzierung umfangreicher Studien in Privatunternehmen aufkommen. Viele Wagniskapitalgeber halten sich derzeit mit Neuinvestments zurück, um bei einem Andauern des negativen Investitionsklimas ihre bestehenden Engagements durchfinanzieren zu können.

Wie nach dem Zusammenbruch des letzten Biotech-Hypes ist in diesem Szenario mit einer Konsolidierung zu rechnen, die als Nebeneffekt aber auch zu einem gesunden Ausleseprozess führen wird. Nur wenige Start-ups werden die Chance haben, durch attraktive Substanzen die Aufmerksamkeit von Founding Angels à la Karsten Henco zu erregen. Darüber hinaus dürften in einem andauernden negativen Umfeld markant rückläufige Ressourcen und ein im internationalen Wettbewerb unattraktives Investitionsumfeld die Bildung einer gesunden (breiten) Basis von nachrückenden jungen Unternehmen in Deutschland verhindern. Eine zügige Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und ein noch stärkeres Engagement der (Pharma-)Industrie, wie zuletzt durch Merck Serono in Deutschland (Venture Fund) oder von Google in den USA geplant (Venture Fund soll u.a. Start-ups im Gesundheitsbereich fördern), wären ein notwendiges Zeichen. ■