

# Ende der Flaute bei Life-Science-IPOs in Deutschland in Sicht

Richtiger Zeitpunkt und richtiger Börsenplatz gesucht – Erste Börsengänge von Biotech-Unternehmen könnten im vierten Quartal kommen

Von Sascha Rinno und Bernd Goergen\*)

Börsen-Zeitung, 28.2.2004

Die gegenwärtige Performance des deutschen Aktienmarktes eröffnet Wachstumsunternehmen der Life-Science-Industrie – nun auch unter Berücksichtigung einer Kapitalkostenbetrachtung – die Option einer Finanzierung über den Eigenkapitalmarkt. Die analog zum Gesamtmarkt auch in der Life-Science-Branche zu beobachtende IPO-Flaute lag nicht ausschließlich an schlechten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, exogenen Einflussfaktoren und damit verbundenen Aktienmarktverwerfungen, sondern hatte auch „hausgemachte“ Gründe. Investoren haben realisiert, dass z.B. mit Produktentwicklungen potenzieller Blockbuster-Medikamente trotz vielerprechender klinischer Daten hohe Risiken verbunden sind und Fehlschläge zu dramatischen Unternehmenswertverlusten führen. Außerdem wurde deutlich, dass der Informationszuwachs durch neue Technologien die Entwicklungsprozesse nicht immer wesentlich beschleunigt und nicht alle Anbieter dem hohen Wettbewerbsdruck standhalten können. Kostenmanagement, Restrukturierungen, Neuausrichtung des Geschäftsmodells oder auch Verkauf und Insolvenz waren die Folge dieses Selektionsprozesses. Die These anderer Autoren, dass die Life-Science-Branche grundsätzlich überschätzt wurde, halten wir jedoch für falsch.

Life Science gilt zu Recht als Schlüsselbranche. Tatsache ist, dass

zukünftig immer mehr Menschen auf nahezu gleicher Nutzfläche immer länger leben, auf hohem Lebensstandard ernährt und gesundheitlich versorgt werden wollen. Life Sciences führen dazu, dass natürlich vorhandene Ressourcen effizienter genutzt werden, dass neue und auf die Einzelperson zugeschnittene Therapieansätze mit minimaler physischer Belastung und, falls überhaupt nötig, bei

möglichst kurzem Klinikaufenthalt und generell niedrigeren Behandlungskosten je Einzelfall entwickelt werden können. Unter Life Sciences subsumieren wir entsprechend die Subbranchen Pharma, Teile der Chemieindustrie, Biotechnologie, Medizintechnik und Gesundheitsversorgung (z. B. Kliniken). Die Zuordnung eines Businessmodells zu mehreren dieser Bereiche ist häufig angebracht (z. B. Diagnostik). Vor dem Hintergrund der von uns erwarteten Rolle der Biotechnologie als wichtiger Treiber des IPO-Marktes konzentrieren wir uns in diesem Artikel auf die Analyse der Börsenaussichten von Biotech-Unternehmen.

Im Zuge der allgemeinen Erholung der Aktienmärkte und getrieben von positiven Nachrichten bei der Entwicklung innovativer Therapien ha-

ben die wichtigsten Biotech-Indizes in 2003 ca. 45 % an Wert (in Dollar) und die Unternehmen ein gutes Stück Vertrauen der Anleger zurückgewonnen. Dabei fällt auf, dass von diesem Aufschwung nicht nur Produktunternehmen, sondern auch Technologieanbieter profitieren konnten, wobei deren gestiegene Umsätze auch Ergebnis veränderter Deal-Strukturen mit der Pharmaindustrie sind. Zu diesem Ergebnis kommt die Research-Studie der DZ Bank „Erfolg durch Technologie“ (11/2003).

Ein weiteres Zeichen für das erhöhte Kapitalmarktvertrauen in diese Branche besteht darin, dass von Oktober 2003 bis zum 4. Februar 2004 bereits elf IPOs klassischer Biotechs an der Nasdaq platziert wurden. Mit einer Ausnahme haben diese Unternehmen bereits Produkte in der klinischen Phase III oder am Markt, was für die erhöhten Reifeanforderungen der Anleger bzw. deren erhöhte Risikoaversion spricht.

## Sechs Outperformer

Die bisherige (Stand: 17.2.2004) Sekundärmarktperformance dieser Firmen ist durchaus positiv. Sieben von ihnen notieren über Erstnotiz, davon konnten sechs (Corgentech, Eye-tech, Genitope, Myogen, Pharmion, Renovis) meist sehr deutlich auch den Nasdaq-Biotech-Index outperformen. Wie nachhaltig aufnahmebereit der amerikanische Kapitalmarkt für Biotechs ist, wird sich in wenigen Monaten zeigen, denn über ein Dutzend weiterer Firmen haben ihren Börsen-

gang angekündigt. Bis auf zwei Ausnahmen verfügen alle diese Aspiranten über Produkte in mindestens der klinischen Phase II. Aber wie lassen sich diese Fakten auf künftige IPOs in Europa und im Speziellen in Deutschland übertragen?

## Europa mit Aufholpotenzial

Auch Europa verfügt über eine Reihe sehr gut positionierter Biotechnologieunternehmen, deren Produktpipeline in Bezug auf Breite, Tiefe und Marktpotenzial den Vergleich mit ihren US-Wettbewerbern nicht zu scheuen braucht. Z. B. sind hier neben den Pharma-Spin-offs Basilea (CH), Proskelia (F) die englischen Ark Therapeutics und Cyclacel, die französische IDM, Intercell und Igeoneon aus Österreich sowie aus Deutschland u. a. Micromet und Willex zu nennen. Insbesondere Intercell hat durch seine Finanzierungsrunde über 50 Mill. Dollar im letzten November belegt, dass ein Unternehmen mit erfahrener Management, vermarktungsfähigen Basistechnologien, einem fortgeschrittenen und ausgewogenen klinischen Produktportfolio, in dem sich Projekte mit hoher Inhouse-Wertschöpfung und Partnering-Projekte die Waage halten, auch über externe Eigenkapitalgeber finanzierbar ist. Darüber hinaus zeigt sich die Wettbewerbsfähigkeit dieser Biotechs auch durch weitreichende und lukrative Kooperationsabkommen mit Big-Biotech- oder Pharmafirmen (z. B. Micromet-MedImmune). Zudem unterstreichen innovative, technologieorientierte Biotech-Firmen mit großen Pharma-Deals (z. B. Epigenomics/Roche) und/oder starkem kommerziellen Track Record (Eppendorf) ihre Börsenambitionen. All diesen IPO-Aspiranten gemeinsam ist außerdem die in den letzten Jahren nachgewiesene Fähigkeit, sich im schwierigen Marktumfeld zu behaupten. Ihre Unternehmensgröße lässt erwarten, dass sie, je nach Ausmaß der Kapitalerhöhung beim Börsengang, mit einer entsprechend großen Free-Float-Marktkapitalisierung durchaus im Fokus institutioneller Investoren stehen.

Wenn Europa also über aussichtsreiche Kandidaten verfügt, bei denen die wesentlichen Anforderungskriterien des Kapitalmarktes wie Equity Story, Börsenreife und Unternehmensgröße für einen erfolgreichen Börsenantritt sprechen, warum zögern diese Firmen dann mit ihrem Aktienmarktantritt? Unseres Erachtens stellen sich auf Unternehmensseite aktuell vor allem die Fragen nach dem richtigen Zeitpunkt des IPO (und damit auch der Bewertung) und nach dem idealen Börsenplatz.

Zum Thema Bewertung: Die positive Aktienkursentwicklung der Branche allein garantiert keine stetig an-

schläge reduzieren. Auch die Wahl des Börsenplatzes ist ein lösbares Problem. Die Nasdaq erscheint durch die höhere Liquidität der dort gelisteten Biotechs attraktiv, aber angesichts der Vielzahl der Unternehmen ist ihr Konkurrenzkampf um das Analysteninteresse groß. Eine Untersuchung der DZ Bank bei 196 notierten Biotechs (US: 134, EU: 62) kommt zu dem Ergebnis, dass gerade Biotech-Firmen in Europa intensiver gecovert werden (vgl. Abb.). Dies gilt besonders für Produktunternehmen in der Größenordnung von 100 bis 500 Mill. Euro Marktkapitalisierung, deren Entwicklung durchschnittlich von 2,5-mal so vielen Analysten in den letzten zwölf Monaten kommentiert wurde wie bei ihren Peers in den USA. Eine Nasdaq-Notierung oder auch ein Dual-Listing bietet sich unter diesem Gesichtspunkt nur für Großunternehmen mit US-fokussierten Geschäftsaktivitäten an. Aufgrund der einander ähnlichen Listing-Bedingungen innerhalb Europas werden hier u. a. eher Argumente wie Investorenzugang, Vorhandensein von Vergleichsunternehmen, Ausschluss von Währungsrisiken bei der Kapitalaufnahme und die Nutzbarkeit von „Heimvorteilen“ den Ausschlag geben.

## Anforderungen erfüllt

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Anforderungen des Aktienmarktes von vielen europäischen Biotech-Unternehmen bereits heute oder in naher Zukunft erfüllt werden. Hinsichtlich einer Öffnung des IPO-Marktes sehen wir diese Firmen zwar nicht in der Vorreiterrolle, erwarten jedoch nach dem Beweis der Aufnahmefähigkeit des Primärmarktes durch andere Branchen mit vergleichbarem Risikoprofil die ersten Biotech-IPOs ab dem dritten Quartal 2004.

\*) Sascha Rinno, Abt. Equities und M&A, Teamleiter Life Science; Dr. Bernd Goergen, Abt. Equities und M&A, Team Life Science, DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

# Lage der deutschen VC-Branche deutlich schlechter als in Europa

Start-ups in frühen Finanzierungsrunden werden es zunehmend schwerer haben

Von Siegfried Bialojan und Julia Schüler\*)

Börsen-Zeitung, 28.2.2004

Ein wichtiges Merkmal der deutschen Biotech-Branche ist, dass die Finanzierung über Eigenkapital fast ausschließlich an Risikokapital (Venture Capital/VC) gebunden ist und alternative bzw. strategische Investoren wie so genannte Business Angels oder Industriepartner eine eher untergeordnete Rolle spielen. Biotech-Firmen, die mit VC finanziert sind, haben ihrerseits meist (noch) keinen nennenswerten Umsatz, da ihre Geschäftsmodelle in den letzten Jahren – durchaus auch unter dem Druck der Investoren – sehr stark auf die langwierige Medikamentenentwicklung setzten, was die Abhängigkeit von den VC-Investoren weiter verstärkt hat.

## VC-Branche konsolidiert

Insofern ist es verständlich, dass sich die dramatisch verschlechterten Kapitalmarktbedingungen mit einem fest geschlossenen Börsenfenster sehr schnell und direkt auf die Finanzierungsmöglichkeiten der Biotech-Firmen ausgewirkt haben. Dazu kommt, dass die in Deutschland ebenfalls sehr junge VC-Branche durch die ungünstige Kapitalmarktlage selber in eine Konsolidierung geraten ist. Viele kleine VC-Gesellschaften haben zu wenig Kapitalreserven, um die gegenwärtige Durststrecke zu überbrücken. Infolgedessen wird das bestehende Portfolio gehalten, es kommt zum Abschreiben von Investments bis hin zu Insolvenzen von VC-Firmen selbst.

In diesem Umfeld konnten Biotech-Firmen in Deutschland im Jahr 2002 lediglich 208 Mill. Euro an Eigenkapital einwerben. Davon entfielen 207 Mill. Euro auf VC. Ein Börsengang in diesem Bereich fand nicht statt. Mit einem dramatischen Rückgang um 60% bei der VC-Finanzierung im Vergleich zum Vorjahr war die Lage in Deutschland deutlich schlechter als in Gesamteuropa. Dort konnte sich das Niveau in 2002 einigermassen halten (minus 16%). Vor allem in Frankreich und der Schweiz gab es im Rahmen einiger weniger sehr großer Finanzierungsrunden noch einen Zuwachs an Risikokapital. Weiterhin sind insbesondere die bereits reiferen VC-Gesellschaften in Großbritannien und der Schweiz besser gewappnet, um Krisen am Kapitalmarkt durchzustehen. Die Situation in den USA konzentriert sich aufgrund der längeren Historie in der Entwicklung der Biotechnologie nicht so stark auf VC. Hier entfielen in 2002 lediglich 25% der Eigenkapitalfinanzierungen auf VC, während die Kapitalbeschaffung über „Follow-On and Other Offerings“ zu 70% dominierte.

Aber auch in den USA blieb das VC in 2002 auf relativ stabilem Niveau (minus 10%). Dennoch hat sich hier auch die Finanzierungssituation für Start-up-Firmen verschärft: So konnte eine deutliche Zunahme von Firmen mit Barreserven für weniger als ein Jahr festgestellt werden (von 17% in 2001 auf 33% in 2002) und entsprechend eine signifikante Abnahme an Firmen mit einer Kapitalversorgung für über fünf Jahre (von 43% in 2001 auf 25% in 2002).

## Ende absehbar

Mit Spannung richtete sich nach der Ernüchterung des Jahres 2002 der Blick auf die Entwicklung im Jahr 2003. Würde mit Beginn des Jahres eine Trendwende bei der VC-Finanzierung zu erkennen sein? Der Vergleich der jeweils ersten Halbjahre 2002 und 2003 zeigt, dass das in deutsche Biotech-Firmen investierte Risikokapital um mehr als 40% gestiegen ist. Diese Daten deuteten zunächst auf ein absehbares Ende der Finanzmisere hin. Die nähere Betrachtung zeigt jedoch, dass die Steigerung des Finanzierungsvolumens im ersten Halbjahr 2003 im Wesentlichen durch Folgendes gekennzeichnet ist:

- Die Erhöhung beruht auf wenigen hohen Finanzierungsrunden wie z. B. denjenigen von Cellzome (30 Mill. Euro), Alantos Pharmaceuticals (24,1 Mill. Euro) und Epigenomics (21 Mill. Euro); diese Summen bewirkten eine deutliche Anhebung der durchschnittlichen Investments pro Runde (von 3,5 auf 7,8 Mill. Euro)
- Die Anzahl der Finanzierungsrunden hat insgesamt weiter abgenommen (minus 50%)
- Die vollzogenen Investments gingen bevorzugt in „Late-Stage“-Unternehmen.

Dieser Trend hat sich im Verlauf des zweiten Halbjahres zunächst fortgesetzt; aufgrund eines deutlich schwächeren vierten Quartals lag allerdings zum Jahresende 2003 die Gesamtsumme bei einer ähnlichen Größenordnung wie im Vorjahr. Somit kann für den Verlauf des Jahres 2003 insgesamt nicht von einer spürbaren Erholung der Finanzierungssituation in Deutschland ausgegangen werden.

Der aktuelle Kapitalbedarf der deutschen Biotech-Firmen liegt bei circa 400 bis 500 Mill. Euro im Jahr 2004, der unmöglich über die verfügbaren VC-Mittel bedient werden kann. Gerade für Start-up-Firmen, die in frühen Finanzierungsrunden stecken, dürfte sich die Situation aufgrund der Präferenz von Late-Stage-Finanzierungen weiter zuspitzen. Vor dem Hintergrund, dass ein Großteil der VC-finanzierten Biotech-Firmen in Deutschland frühen Phasen zuzuordnen ist, kann nicht davon ausgegangen werden, dass zu Beginn

des Jahres 2004 die Talsohle erreicht bzw. bereits durchschritten ist.

Der Blick über die Grenzen zeigt im restlichen Europa für 2003 einen deutlich negativen Trend bei VC-Finanzierungen. Es ergibt sich im Vergleich der jeweils ersten drei Quartale 2002 und 2003 eine Abnahme um 33% bei den VC-Volumina im Biotech-Bereich.

Hier zeigt sich ein Trend, der in Deutschland bereits im Jahr davor sichtbar war. Hierzulande blieb hingegen das Investitionsvolumen in 2003 ziemlich konstant. Eine Erklärung kann sein, dass die noch junge VC-Branche in Deutschland wesentlich empfindlicher und schneller auf die Kapitalmarktsituation reagierte und die etablierteren Vertreter im Ausland einen längeren Atem hatten. So ist nur folgerichtig, dass bei anhaltender Börsenschwäche, die zumindest im ersten Halbjahr 2003 noch gegeben war, auch VC-Investoren in Europa zurückhaltender wurden.

Insgesamt muss in Deutschland das noch junge Stadium der Industrie berücksichtigt werden. Der direkte Vergleich mit der US-Industrie wird weiterhin eine starke Diskrepanz ergeben, sei es in Bezug auf Finanzierung, Umsatz oder Reife der Unternehmen. Der dort weitaus größere Anteil an börsennotierten Biotech-Firmen (22%) führt zu anderen Möglichkeiten der Finanzierung (z. B. Pipes), die in Deutschland (3% börsennotiert) zurzeit noch gar nicht möglich sind. Die Reife der US-Unternehmen ermöglicht auch den Einsatz von Wandelanleihen („convertible debts“), die hierzulande höchstens in Form von Zwischenfinanzierungen mit geringen Volumina von VC-Gesellschaften angewendet werden.

## Erste IPOs in den USA

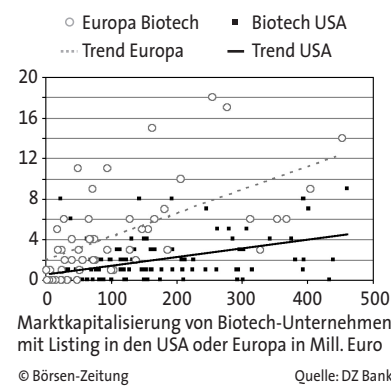
Die alles entscheidende Frage konzentriert sich auf den Zeitpunkt, zu dem die Kapitalmärkte wieder in Bewegung geraten und neues Kapital über Börsengänge verfügbar machen. In den USA gab es bereits erste IPOs im zweiten Halbjahr 2003, die global zu einer verbesserten Stimmung beigetragen haben. Wenn gleich die Post-IPO-Performance der Börsenneulinge im Durchschnitt eher bescheiden ausgefallen ist, gehen Analysten in den USA dennoch von einer Marktstabilisierung und weiteren IPOs aus. Der sehr starke Follow-on-Markt in den USA deutet in diese Richtung.

Es ist zu erwarten, dass sich mit einer zeitlichen Verzögerung das Börsenfenster auch in Europa wieder öffnen wird. Allein das psychologische Moment in der gegenwärtigen Marktbeurteilung ist schon positiv zu bewerten. Dennoch ist damit zu rechnen, dass hier noch einige Zeit verstreichen kann und dass die Firmen

Fortsetzung Seite B5

## Zusammenhang zwischen Analystencoverage und Marktkapitalisierung

Anzahl der Analystenhäuser je Unternehmen in den letzten 12 Monaten



Quelle: DZ Bank

steigenden Bewertungsniveaus der meist nicht mit Multiplikatoren einzuschätzenden Neueinsteiger. Zudem haben Investoren sowie Emissionsbanken mit Hilfe risikoadjustierter Pipeline-Bewertungsmodelle gelernt, kritischer in der Beurteilung von Biotech-Firmen und deren Produkten zu sein. Das Hinauszögern eines IPO zur Bewertungsmaximierung macht demnach nur dann Sinn, wenn zwischenzeitlich wesentliche operative oder klinische Meilensteine erreicht werden, die das Vertrauen der Anleger erhöhen und Bewertungsab-