

# Go West

## Erwerb deutscher Biotechs durch US-Käufer

Von Rainer Kreifels, Partner, WilmerHale

*Auch in den vergangenen Jahren haben US-Erwerber wieder eine Reihe deutscher Biotech-Unternehmen erworben. Getrieben durch vergleichsweise günstige Bewertungen deutscher Biotechs ist zu erwarten, dass US-Erwerber auch weiterhin starkes Interesse an deutschen Biotechs zeigen werden. Dies umso mehr, als einige deutsche Biotechs zwar über hervorragende Patentportfolios und gute Geschäftsmodelle verfügen, die Finanzierung von deutschen Biotechs – trotz einiger positiver Entwicklungen in jüngster Zeit – aber weiterhin problematisch bleibt. Wir haben in den vergangenen Jahren eine Reihe von deutsch-amerikanischen M&A-Transaktionen rechtlich beraten – sowohl auf der Verkäufer- als auch auf der Käuferseite. Nachfolgend daher einige Beobachtungen zu immer wiederkehrenden Fragestellungen im Rahmen solcher Transaktionen:*



Rainer Kreifels

### Asset Deal versus Share Deal

US-Erwerber bevorzugen häufig den Asset Deal, den Erwerb der einzelnen Wirtschaftsgüter des Zielunternehmens, gegenüber dem Share Deal, dem Erwerb aller Anteile des Zielunternehmens. Sie versprechen sich davon einen besseren Schutz vor versteckten Verbindlichkeiten des Zielunternehmens und eine leichtere Integration des Zielunternehmens in das Unternehmen des Erwerbers. Der Hinweis auf eine – derzeit noch – regelmäßig günstigere steuerliche Situation der Verkäufer beim Share Deal in Deutschland vermag den US-Erwerber meist nicht zu überzeugen und führt – wenn überhaupt – so dann nur zu einer maßvollen Erhöhung des Kaufpreisangebots. Auch die Schwierigkeit, wenn auf der Verkäuferseite eine Vielzahl von Anteilshabern am Zielunternehmen beteiligt

ist, spricht aus Sicht des US-Erwerbers naturgemäß eher für den Asset Deal. Was US-Erwerbern beim Erwerb von deutschen Biotechs aber möglicherweise doch den Share Deal schmackhaft machen kann, ist die Tatsache, dass die im Rahmen des Betriebs von deutschen Biotechs oftmals erforderlichen öffentlich-rechtlichen Genehmigungen und Erlaubnisse beim Wechsel des Unternehmensträgers (also beim Asset Deal) regelmäßig neu beantragt und erlangt werden müssen, beim Share Deal aber häufig völlig unberührt weiter genutzt werden können. Wenn der US-Erwerber dann noch mit den aus seiner Sicht äußerst schwerfällig anmutenden Betriebsübergangsbestimmungen des 613a BGB und dem Erfordernis der Gläubigerzustimmung beim Erwerb von Verbindlichkeiten konfrontiert wird, fällt die Entscheidung doch recht häufig zu Gunsten des Share Deals aus.

### Cash Deal versus Paper Deal

Die an deutschen Biotechs interessierten strategischen US-Erwerber sind nicht selten in der Entwicklung ihres Unternehmens schon weiter fortgeschritten. Es handelt sich oft um US-Biotech- oder Pharma-Unternehmen, die bereits börsennotiert sind oder eine Börsennotierung in Kürze anstreben. Als Kaufpreis oder Kaufpreisanteil wird den Verkäufern des deutschen Biotechs daher statt Kaufpreiszahlung in Geld (Cash Deal) nicht selten Kaufpreiszahlung in Aktien des US-Erwerbers (Paper Deal) ange-





boten. Wollen Verkäufer eines deutschen Biotechs dem Angebot eines solchen Paper Deals näher treten, sollten sie u. a. Folgendes bedenken: Hat der Käufer für die Annahme des Paper Deals eine Kaufpreiserhöhung angeboten, und ist diese angesichts der höheren Risiken bei der Abwicklung von Paper Deals angemessen? Wie und wann sind die Aktien des US-Erwerbers handelbar? Bedarf es zur Handelbarkeit der Aktien des US-Erwerbers einer Registrierung der Aktien bei der Securities and Exchange Commission (SEC)? Welche Registrierungsrechte und welche Aktiegattung bietet der US-Erwerber an („piggy back registration rights“, „demand registration rights“, „registered shares“, „common“ oder „preferred shares“)? Sind die Verkäufer ausreichend gegen einen Wertverlust der Aktien in der Zeit zwischen Closing und Registrierung der Aktien gesichert? Nur bei vollständiger Beantwortung dieser Fragen kann überhaupt entschieden werden, ob und unter welchen Bedingungen ein Paper Deal in Frage kommt.

### Bestandsgarantien für das Fortbestehen und die Finanzierung der German Operation

Ein zwischen deutschen Biotechs und US-Erwerbern im Rahmen von beabsichtigten Transaktionen vielfach mit großer Intensität geführtes Verhandlungsthema ist die Frage des Ob und des Wie der Fortführung des deutschen Biotechs nach dem Erwerb durch den US-Erwerber. Insoweit spielen mitunter auch Interessen von Dritten (öffentliche Finanziere oder Erlaubnisgeber des deutschen Biotechs) oder Patentrechtsinhabern (Universitäten oder Forschungsgesellschaften) eine wichtige Rolle. Während naturgemäß die Verkäuferseite – vor allem das beteiligte Management des deutschen Biotechs – auf die Einräumung belastbarer Bestandsgarantien zur Fortführung und Finanzierung des deutschen Biotechs drängt, ist die US-Erwerberseite häufig wenig gewillt, sich frühzeitig zu binden, und empfindet die Struktur des Zielunternehmens als mehr oder minder veränderungswürdig oder gar veränderungsbedürftig. Ein angemessener Ausgleich hängt stark von der Verhandlungsmacht im konkreten Einzelfall ab. Vorsicht ist jedoch geboten bei der Verhandlung und Formulierung von Absichtserklärungen oder Best-Efforts-Klauseln des US-Erwerbers. Etwaig beteiligte Dritte sollten zudem frühzeitig in den Transaktionsprozess eingebunden werden, denn unrealistische oder überzogene finanzielle

Interessen Dritter haben schon manche Transaktion stark gefährdet; dies vor allem, wenn das Drittbegehren erst spät oder gar erst kurz vor Abschluss der Transaktion sichtbar oder erkannt wird.

### Integration des Managements

Fragen der Integration des deutschen Biotechs, und vor allem seines Managements, in das Unternehmen des US-Erwerbers sollten ebenfalls frühzeitig im Transaktionsprozess besprochen und einer Lösung zugeführt werden. Hier gilt es vor allem auch kulturelle Unterschiede zwischen deutschem und US-Management in einer für beide Seiten annehmbaren Weise zu überbrücken. US-Erwerbern ist z. B. vielfach nicht klar, wie wichtig aus deutscher Sicht die Besprechung der Bestellung von Aufsichtsräten und Vorständen bzw. Geschäftsführern und der damit gegebenenfalls verbundenen dienstvertraglichen Vereinbarungen sind. Die im amerikanischen Management vielfach verwandten so genannten Offer Letters werden von deutschen Managern zudem vielfach als unzureichend angesehen. Auch die Praxis der Einräumung und Gewährung von Beteiligungsrechten an der US-Erwerbergesellschaft oder deren Konzernmutter an die Mitglieder des deutschen Managements bedarf vielfach eines gewissen Vorlaufs. Mitglieder des deutschen Managements tun gut daran, sich insoweit rechtzeitig mit den damit verbundenen wirtschaftlichen, rechtlichen und steuerlichen Auswirkungen zu beschäftigen.

#### Fazit:

Der Erwerb eines deutschen Biotechs durch US-Erwerber stellt für alle Projektbeteiligten eine zeitintensive Herausforderung dar. Die Projektdauer beträgt nicht selten zwischen sechs Monaten und einem Jahr von der ersten Kontaktaufnahme bis zum Abschluss der Transaktion. Auf diesem Weg kommt es regelmäßig zu einer Reihe von komplexen wirtschaftlichen, tatsächlichen und rechtlichen Fragestellungen. Diese können indes in vertrauensvoller Zusammenarbeit aller Projektbeteiligter und ihrer Berater in angemessener Zeit zum beidseitigen Nutzen der Verkäufer und des US-Erwerbers gelöst werden.