

# 2003 – Das Jahr der PIPEs für die amerikanische Biotech-Branche

„Private Investment in Public Equity“ als Finanzierungsvehikel

Von Ludwig Felber, Managing Director VISCARDI AG, Head of Health Care Investment Banking

Die in Deutschland über die letzten 12 Monate auch in der Biotech-Branche in den Focus des Investoreninteresses gekommenen PIPEs, sog. „Private Investments in Public Equity“, sind in den USA bereits seit Jahren als Finanzierungsvehikel bekannt, um besonders in schwierigen Kapitalmärkten und Branchen Investorengelder einzuwerben. Das Jahr 2003 galt dabei in den USA als ein Vorzeigjahr für Biotech-PIPEs, deren Investoren sich zum Jahresende über eine weit über durchschnittliche Jahresperformance freuen konnten.

## Gründe für den Erfolg

Für viele der in der Übersicht aufgeführten Biotech-Firmen stellte die PIPE die einzige Möglichkeit dar, um die – wegen der Zurückhaltung von Retailinvestoren – benötigten Spezialinvestoren mit börsenelisteten Biotech-Firmen zusammenzubringen. Einzige Alternative hierzu wären – wenn überhaupt – nur die in dem Segment allzu selten durchgeführten offenen Kapitalmarkttransaktionen gewesen. Da die Zahl der aktiven PIPE-Investoren in den USA auf lediglich 80 bis 100 geschätzt wird, ist nachvollziehbar, daß dieses Finanzierungsvehikel nach eigenen „Spielregeln“ verhandelt wird. Die Neuinvestoren führten dabei regelmäßig Direktverhandlungen mit dem jeweiligen Haus über Emission und Kauf neuer Wertpapiere und setzten in ihrem Eigeninteresse attraktivere Konditionen durch, als es bei einem klassischen Wertpapierkauf über die Börse möglich gewesen wäre. Entgegen den deutschen Regularien sind dabei Discounts von über 5 % erlaubt. Durchschnittswerte erreichten letztes Jahr etwa 9 %, konnten in „Notszenarien“, die eine schnelle Abwicklung mit erhöhtem Risikoprofil für den Investor erforderten, aber auch ein Mehrfaches davon erreichen. Da der Kapitalzufluß die jeweilige Firma stärkte und stabilisierte, wurden die Verhandlungen oft auch dazu genutzt, neue strategische Schwerpunkte zu setzen, wie z.B. bei Orchid Biosciences, deren PIPE Teil einer Komplettrückstrukturierung war und die Firma strategisch in stärkere Wachstumssegmente brachte. PIPEs haben sich auf diese Weise auch in der Biotech-Branche zu einem validen Finanzierungsvehikel entwickelt.

## Welche Firmen kamen für ein PIPE in Frage?

Wenn auch generell Firmen mit einer Marktkapitalisierung von unter 400 Mio. US-\$, die einen Kapitalzufluß von bis zu 75 Mio. US-\$ erwarten, für ein PIPE am besten geeignet



Ludwig Felber

sind, so zeigten sich bei Biotech-Firmen im Jahr 2003 Marktkapitalisierungen von 100 bis 150 Mio. US-\$ am häufigsten. Unterhalb dieser Größe waren Investoren sehr zurückhaltend, oberhalb dagegen konnte ein Follow-on-Offering oder ein 144A Convertible eine geeignetere Alternative sein, auch wenn diese eine stärkere Involvement von Investmentbanken und die Erfüllung einer Reihe von Regularien erfordert hätte.

## Vor- und Nachteile von Biotech-PIPEs

Die wichtigsten Vorteile von PIPEs gegenüber den genannten Alternativen waren Schnelligkeit und Lautlosigkeit, kombiniert mit einem limitierten Arbeits- und Kostenaufwand. Während die Abwicklung von Follow-on-Offerings einen Zeitraum von mindestens sechs bis zwölf Wochen in Anspruch genommen hätte, wurden die schnellsten Biotech-PIPEs 2003 in den USA binnen 24 Stunden verhandelt und geclosed. Dies ermöglichte auch die Vermeidung einzelner Insolvenzverfahren. Als gewöhnlicher Zeitrahmen wurden etwa 14 Tage angesetzt. Die Lautlosigkeit der Vorgehensweise ermöglichte Verhandlungen frei von Kurschwankungen und steigende Kurse bei späterer Bekanntgabe. Wie in der Übersicht zu erkennen ist, ist der finale Erfolg bei allem Verhandlungsgeschick aber nicht nur von der Auswahl des richtigen Targets abhängig, sondern vor allem von der Performance des Gesamtmarktes. Fällt dieser per-

manent, so ist auch ein clever getätigtes PIPE-Investment schnell „unter Wasser“. PIPE-Experten investierten daher mittel- bis langfristig, realisierten mitunter aber genauso kurzfristige Erfolge. Die überdurchschnittlich guten finanziellen Ergebnisse des Jahres 2003 wurden daher erst durch die Erholung des Biotech-Segments ermöglicht, deren Negativentwicklung über die letzten Monate wiederum dazu führte, daß viele dieser Deals, die im letzten Jahr noch so erfolgreich waren, in jüngster Zeit aufgrund der gefallenen Biotech-Indices zu Verlustbringern geworden sind.

**Fazit:**

In Zeiten volatiler Märkte ist daher auch ein Biotech-PIPE kein Garant für automatische Gewinne, bietet aber hochinteressante Investitionsmöglichkeiten in einem nach wie vor sehr zukunftssträchtigen Marktsegment. Solange sich die Kapitalmärkte nicht erholen, dürfte allein aus der Liquiditätssituation einer Reihe von börsennotierten Biotech-Firmen auch die Zahl der Biotech-PIPEs weiter wachsen und als potentielle Kunden immer größere und liquidere Firmen gewinnen.

TOP 20 PIPE-DEALS							
DATE	COMPANY	PROCEEDS IN MIO, US-\$	SHARE PRICE 7 TRADING DAYS PRIOR CLOSING IN US-\$	TRANS- ACTION PRICE IN US-\$	SHARE PRICE 7 TRADING DAYS AFTER CLOSING IN US-\$	SHARE PRICE 25/08/04 IN US-\$	COMMENTS
31.03.2003	PALATIN TECHNOL., INC.	19	1,55	N/A	1,77	2,99	FOR 4 SHARES PURCHASED 1 FIVE-YEAR WARRANT FOR 1 COMMON STOCK SHARE AT 25 PERCENT PREMIUM TO THE PURCHASE PRICE
22.04.2003	DEPOMED	20	2,15	2,16	2,76	4,57	COMMON STOCK WARRANTS EXERCISABLE FOR 5 YEARS AT 2,16 PER SHARE
28.05.2003	VIVUS INC.	17,5	4,45	4	5	3,91	9 % DISCOUNT
06.06.2003	CEPHALON INC.	750	45,16	N/A	44,20	46,51	600 SUBORDINATED ZERO COUPON CONVERT, NOTES PLUS 150 MIO, EXERCISED OPTION
08.06.2003	CV THERAPEUTICS, INC.	150	33,40	N/A	34,43	13,56	2,75 % SUBORDINATED SENIOR CONVERTIBLE NOTES DUE 2012
13.06.2003	DENDREON CORPORATION	30,7	6,50	7	6,97	10,52	
13.06.2003	DURECT CORPORATION	60	3,93	N/A	2,47	1,60	6,25 % CONVERTIBLE NOTES DUE 2008, CONVERTIBLE AT 3,15 PER SHARE, REFLECTING A PREMIUM OF 25 %, RELATIVE TO CLOSING PRICE 2,52 ON 12.6.2003
23.07.2003	BIOPURE CORPORATION	17,2	6,45	5,58	7,30	0,66	INVESTORS GROUP UNDER A SHELF REGISTRATION STATEMENT
17.09.2003	APHTON CORPORATION	22,7	6,80	5,91	5,46	4,18	FOR 4 SHARES PURCHASED 1 FIVE-YEAR WARRANT FOR 1 COMMON STOCK SHARE; 9,4 % DISCOUNT; THE WARRANTS HAVE A PER SHARE EXERCISE PRICE OF A 40 % PREM, TO THE PURCHASE PRICE
19.09.2003	ANTIGENICS INC.	31,6	13,78	N/A	12,08	6,38	ONE INVESTOR PURCHASED NEW SERIES A CONVERTIBLE PREFERRED STOCK WITH 2,5 % ANNUAL DIVIDEND YIELD, NON-VOTING; INITIAL CONVERSION PRICE OF 15,81 (18.9.2003 CLOSING PRICE OF 15 PER SHARE)
02.10.2003	NUVELO, INC.	24,5	3,50	2,45	2,99	9,29	INVESTORS GROUP UNDER A SHELF REGISTRATION STATEMENT
10.11.2003	SALIX PHARMAC., LTD.	30,6	18	18	18,99	24,05	NET PROCEEDS APPROXIMATELY 29 MIO.
08.01.2004	AXONYX INC.	50	4,60	5,15	6,40	4,20	FOR 4 SHARES PURCHASED 1 FIVE-YEAR WARRANT FOR 1 COMMON STOCK SHARE AT AN EXERCISE PRICE OF 7,25 PER SHARE
22.01.2004	GENAERA CORP.	20	4,50	4,04	4,60	3,35	10 % DISCOUNT; FOR 1 SHARE PURCHASED 1 FIVE-YEAR WARRANT FOR 1 COMMON STOCK SHARE AT AN EXERCISE PRICE OF 5,38 PER SHARE
30.01.2004	PALATIN TECHNOL., INC.	22,7	3,51	3,25	3,40	2,99	COMMON STOCK AND 5-YEAR WARRANTS EQUIVALENT TO 15 % OF THE TOTAL NUMBER OF SHARES AT AN EXERCISE PRICE OF 4,06
10.02.2004	VION PHARMAC, INC.	35,2	2,37	2,60	3,44	3,65	COMMON STOCK AND WARRANTS TO PURCHASE ADDITIONAL 3,4 MIO, SHARES AT 3,25
13.02.2004	KERYX BIOPHARMAC., INC.	32	9,25	10	13,55	9,72	
27.02.2004	ORCHID BIOSCIENCES INC.	30,3	2,40	1,92	2,08	7,00	COMMON STOCK AND 4-YEAR WARRANTS TO ADDITIONALLY PURCHASE 3,2 MIO. SHARES AT AN EXERCISE PRICE OF 2,64
28.04.2004	PRANA BIOTECHNOLOGY	20	8,41	5 / ADR	6,15	4,10	SALE OF 4 MIO, ADR'S AT 5,00 PER ADR (1 ADR REPRESENTS 10 ORDINARY SHARES IN THE COMP.)

Red: Share price declined, Green: Share price increased  
Quelle: VISCARDI