

Deutsche Biotechunternehmen streben an die US-Technologiebörse Nasdaq

Börsen-Zeitung, 18.8.2020

In jüngster Vergangenheit streben vermehrt deutsche Biotechunternehmen an die US-Technologiebörse Nasdaq. Dies bestätigt die wachsende Attraktivität des US-Kapitalmarkts für deutsche Biotechunternehmen. Hintergrund ist, dass die Finanzierungsbedingungen in den USA aufgrund der Vielzahl erfahrener und risikobereiter Investoren und Analysten als deutlich attraktiver gelten als in Deutschland und Europa.

Für ein Listing eines deutschen Biotechunternehmens an der US-Technologiebörse Nasdaq kommt neben einem direkten Börsengang (direkter IPO) durch die unmittelbare Ausgabe von Wertpapieren typischerweise ein indirekter IPO über die Einbringung bzw. Umwandlung in eine ausländische EU-Holding in Betracht. Im Einzelfall können aber auch grenzüberschreitende Verschmelzungen eine geeignete Alternativstruktur begründen.

Ungeachtet des konkreten Strukturierungsweges ist bei jeder Pre-IPO-Strukturierung besonders auf die Vermeidung steuerlicher Nachteile zu achten.

Unterschiedliche Modelle

In der Praxis erfolgen direkte IPOs deutscher Unternehmen üblicherweise durch Ausgabe von sogenannten ADRs (American Depositary Receipts), also Wertpapieren, die unter Einschaltung einer Depotbank eine entsprechende Anzahl von Aktien der deutschen Aktiengesellschaft repräsentieren. Beispiele für solche direkte IPOs unter Verwendung eines ADR-Programms sind Morphosys (2018) und Biontech (2019).

Da die ADRs die Aktien der deutschen Gesellschaft vertreten, unterliegen sowohl die Kapitalerhöhung für den IPO selbst als auch alle nachfolgenden Kapitalerhöhungen im Rahmen der Folgefinanzierungsrunden den Regeln des deutschen Aktienrechts. Damit gelten für den Emittenten allerdings alle Beschränkungen, die das deutsche Aktienrecht für die Aufnahme von Eigenka-

pital im Zuge weiterer Finanzierungsrunden vorsieht. Zum einen beschränkt das Aktienrecht das für eine Durchführung von Kapitalerhöhungen besonders wichtige genehmigte Kapital auf maximal 50% des Grundkapitals. Zum anderen haben die Altaktionäre bei jeder Kapitalerhöhung ein gesetzliches Bezugsrecht, das nur unter erschwerten Voraussetzungen ausgeschlossen werden kann. Auch die in der Praxis so wichtige Möglichkeit des verein-



Henning Bloss

Partner
der Kanzlei
Covington &
Burling
in Frankfurt

fachten Bezugsrechtsausschlusses wird den Anforderungen einer Folgefinanzierung nicht immer gerecht. So ist die Höhe der Kapitalerhöhung in diesem Fall auf ein Volumen von 10% des Grundkapitals beschränkt. Darüber hinaus darf der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenkurs im Zeitpunkt der Ausgabe nicht wesentlich unterschreiten. Letzteres bedeutet, dass Abschlüsse von mehr als 5% einem besonders hohen Rechtfertigungszwang unterliegen.

Daher ziehen viele Biotechunternehmen oftmals den Weg eines indirekten IPOs über einen anderen EU-Mitgliedstaat vor, dessen Kapitalgesellschaftsrecht flexibler und weniger restriktiv ist.

Indirekter IPO

Der „klassische“ Weg eines indirekten IPO erfolgt durch die Einbringung der Geschäftsanteile der deutschen Gesellschaft in eine neu gegründete Holdinggesellschaft im EU-Ausland. Alternativ steht der Weg über eine grenzüberschreitende Umwandlung offen, entweder in Form eines Formwechsels oder in

Form einer Verschmelzung in das EU-Ausland.

Das Einbringungsmodell erfordert grundsätzlich die Einstimmigkeit der Aktionäre/Gesellschafter, was in der Praxis durch eine Regelung in der Gesellschaftervereinbarung sichergestellt wird.

Bei den Umwandlungsmodellen gelten die im Umwandlungsgesetz geregelten Mehrheitserfordernisse, also grundsätzlich Dreiviertelmehrheit.



Jörn Hirschmann

Partner
der Kanzlei
Covington &
Burling
in Frankfurt

Die jeweilige EU-Auslandsgesellschaft fungiert dabei als Emittentin, die die neuen Wertpapiere im Rahmen des IPO ausgibt. Als Rechtsordnung und damit Gründungsstatut für die ausländische Gesellschaft kommen neben Luxemburg insbesondere die Niederlande in Betracht. So gibt es im niederländischen Gesellschaftsrecht keine dem deutschen Aktienrecht vergleichbaren Beschränkungen für Kapitalaufnahmen. Auch können die Aktien in US-Dollar gehandelt werden. Schließlich sind die Niederlande aufgrund der Doppelbesteuerungsabkommen mit den USA und Deutschland aus steuerlicher Sicht ein besonders geeigneter Standort.

Da bislang noch nationale Regelungen für einen grenzüberschreitenden Formwechsel fehlen, erfolgt der indirekte IPO in der Praxis regelmäßig über das Einbringungsmodell in eine zu diesem Zweck neu gegründete EU-Auslandsholdinggesellschaft. Im Anschluss werden die Anteile der Investoren und Gründer an der deutschen Gesellschaft im Wege eines Anteilstauschs in diese Auslandsholding eingebracht.

Beispiel für den indirekten IPO eines Biotechunternehmens an der Nasdaq ist der Börsengang von Affimed Therapeutics in 2014, bei dem die Affimed Therapeutics AG zunächst in die neu gegründete niederländische Holding Affimed Therapeutics BV eingebracht wurde. Im Anschluss an die Einbringung wurde die BV (das niederländische Pendant einer GmbH) in eine NV (das niederländische Pendant zur Aktiengesellschaft) umgewandelt. Auch der IPO von Trivago (2016) erfolgte im Wege des Einbringungsmodells, ebenso jüngst der IPO von Centogene (2020). Und auch das IPO von Curevac erfolgte über ein Listing einer niederländischen Holding, in die zuvor die Anteile an der deutschen Curevac AG im Wege eines Anteilstauschs eingebracht wurden. Das Biotechunternehmen Immatics vollzog den Gang an die Nasdaq im Juni 2020 durch die Kombination von Einbringung in eine niederländische Holding und anschließender Fusion mit einem bereits an der Nasdaq gelisteten Börsenmantel.

Steuerliche Aspekte

Ein besonderes Augenmerk ist bei jedem indirekten IPO auf die Vermeidung steuerlicher Nachteile für das deutsche Biotechunternehmen, dessen Organe und Anteilseigner zu legen.

Das deutsche Umwandlungssteuerrecht ermöglicht, dass die Altgesellschafter ihre Anteile an der deutschen Gesellschaft unter Wahrung der Steuerneutralität in eine EU-Auslandsholding einbringen, die ihren Verwaltungssitz in einem EU-Mitgliedstaat hat und damit dem Steuerrecht dieses Drittstaates unterliegt.

Es ist aber auch möglich, die Geschäftsleitung und damit die unbeschränkte Steuerpflicht der neuen EU-Auslandsholding in Deutschland anzusiedeln, so dass sich letztlich nur der Satzungssitz im EU-Ausland befindet. Dies hat den großen Vorteil, dass die Organe des deutschen Biotechunternehmens auch als zukünftige Organe der EU-Auslandsgesellschaft ihren Wohnsitz

bzw. tatsächlichen Aufenthaltsort in Deutschland belassen können und somit weiterhin den deutschen Steuer- und Sozialabgabepflichten unterliegen.

Erhalt der Verlustvorträge

Infolge der Einbringung der Anteile in die EU-Auslandsholding findet eine Übertragung von mehr als 50% der Anteile statt mit der Folge, dass grundsätzlich die insbesondere am Anfang sehr hohen Verlustvorträge des Biotechunternehmens untergehen. Unter bestimmten Voraussetzungen können die steuerlichen Verlustvorträge jedoch weiterhin genutzt werden:

Zum einen bleiben Verlustvorträge erhalten, soweit sie die stillen Reserven nicht übersteigen. Dies wird für Biotechunternehmen oft relevant sein, da sie aufgrund ihrer vielen immateriellen Wirtschaftsgüter (geistiges Eigentum) über umfangreiche stille Reserven verfügen.

Auch sofern derselbe Geschäftsbetrieb seit dem dritten Veranlagungszeitraum, der dem schädlichen Beteiligungserwerb vorangeht, unterhalten wurde und bis zum Verlustverbrauch fortgeführt wird, können die Verlustvorträge grundsätzlich erhalten bleiben.

Formwechsel

Die Zulässigkeit des grenzüberschreitenden Formwechsels eines Unternehmens von Deutschland in einen anderen EU-Mitgliedstaat ist seit den EuGH in den Entscheidungen „Cartesio“, „Vale“ und „Polpud“ geklärt. Denn der grenzüberschreitende Formwechsel fällt danach unter die Niederlassungsfreiheit.

Zwar kennt das nationale deutsche und europäische Umwandlungsrecht lediglich die grenzüberschreitende Verschmelzung, nicht aber den grenzüberschreitenden Formwechsel. Dies wird sich durch die nationale Umsetzung der am 1.1.2020 in Kraft getretenen EU-Richtlinie (EU) 2019/2121 zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132 betreffend grenzüberschreitende Umwandlun-

gen, Verschmelzungen und Spaltungen ändern.

Bei der konkreten Durchführung des grenzüberschreitenden Formwechsels kommen sowohl die Rechtsordnung des Wegzugsstaates als auch, ergänzend, die des Zuzugsstaates zur Anwendung. Im deutschen Recht sind nach überwiegender Auffassung hierbei neben den für rein nationale Formwechsel geltenden Regelungen des Umwandlungsgesetzes auch die bereits bestehenden Regelungen für den Formwechsel einer SE anzuwenden. Dies hat zur Folge, dass etwaige widersprechende Anteilseigner einen Anspruch auf Unterbreitung eines Barabfindungsangebots haben.

Enge Abstimmung angeraten

Aufgrund der bislang noch fehlenden nationalen Regelungen empfiehlt sich allerdings in der Praxis eine enge Abstimmung mit den jeweils beteiligten Handelsregistern.

Im Gegensatz zum grenzüberschreitenden Formwechsel regeln das nationale deutsche Umwandlungsrecht sowie die Rechtsordnungen anderer EU-Mitgliedstaaten ausdrücklich die grenzüberschreitende Verschmelzung von Gesellschaften. Somit ist die grenzüberschreitende Verschmelzung ein in der Praxis erprobter und rechtssicherer Weg in die Rechtsform eines anderen EU-Mitgliedstaates.

Zur Vermeidung steuerlicher Nachteile sollte auch bei der grenzüberschreitenden Verschmelzung der Verwaltungssitz der aufzunehmenden Gesellschaft in Deutschland angesiedelt werden. Der Formwechsel hat gegenüber dem Einbringungsmodell den Vorteil, dass mangels schädlichen Beteiligungserwerbs die Verlustvorträge nicht untergehen. Bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung gehen dagegen die Verlustvorträge unter.

Um diese zumindest teilweise zu nutzen, können im Rahmen der Schlussbilanz stille Reserven und ein Geschäfts- und Firmenwert aufgedeckt werden und der entstehende Gewinn mit den Verlustvorträgen verrechnet werden.