

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

**Datum:** 24.04.2014

**An:** HMW Emissionshaus AG  
Herr Dr. Matthias Hallweger  
Frau Friedrike von Schirach,  
Herrn Alfred Wieder  
Herrn Michael Motschmann  
Brienner Straße 29  
80333 München

**Tel.:** 089 12 22 81 300

**Fax:** 089 12 22 81 399

**Seiten:** 14

**Von:** Stephan Appel, Jaspersdiek 7, 22399 Hamburg,  
Tel.: 0 40 - 40 97 25, Fax: 0 40 - 40 98 66  
E-Mail: [check-appel@t-online.de](mailto:check-appel@t-online.de); [www.check-analyse.de](http://www.check-analyse.de)

**Falls Sie keine klare Kopie erhalten, rufen Sie bitte: 0 40 - 40 97 25 an.**

---

## CHECK-Plausibilitätsanalyse MIG-Beteiligungen in MIG-FONDS 4. ENTWURF

Sehr geehrte(r) Frau von Schirach, Herr Dr. Hallweger, Herr Motschmann, Herr Wieder,

nachdem wir erfahren mussten, dass die Ankündigungen der allermeisten Initiatoren, ein Publikums-AIF nach dem KAGB zu beantragen, Lippenbekenntnisse waren, sehen wir einen erhöhten Bedarf an Transparenz insbesondere bei Beteiligungen, die „unterhalb des Radars“ der BaFin agieren. Zu Ihrem KVG-Antrag haben wir weiter unten einige Anmerkungen. Siehe dazu auch unsere Studie „Beteiligungsverkauf mit Sicherheitsgurt“ unter [www.check-analyse/...](http://www.check-analyse/), die sich mit der Abgrenzung der Produkte des Grauen Kapitalmarktes gegenüber dem regulierten Markt aus der Sicht des Vertriebs auseinandersetzt (Homepage 1. Seite rechts unter CHECK-Studien). In diesem Zusammenhang bitten wir Sie um Aufklärung, warum sich Dr. Hallweger am 12.11.2013 durch Frau Christine Kellner – jeweils zum MIG Fonds 13 - beim Nachtrag 30 „aufgrund der Vollmacht vom 26.09.2012“ vertreten lässt, am 20.11.2013 bei den Nachträgen 31, 32 und 33 am 16.01.2014 selber unterzeichnet und sich beim Nachtrag 34 am 28.02.2014 durch Frau Alica Burgemeister „aufgrund Vollmacht vom 24.02.2014“ vertreten lässt?

Wir stellen fest, dass bei den allermeisten Beteiligungen des grauen Kapitalmarktes die eher bescheiden ausgeprägten Kontrollfeatures selten wirksam Problementwicklungen verhindert haben.

Daher bemühen wir uns, insbesondere aufgrund der fehlenden Inthalteskontrollen in den „üblichen“ formalen Mittelverwendungskontrollsystemen Transparenz sowie belastbare Professionalität der operativen Manager einzufordern. Insbesondere bei den Alt- und Übergangsfonds sehen wir einen erhöhten Warnbedarf. Denn der Vertrieb regulierungsfreier Beteiligungen führt aus unserer Sicht nicht nur aus KAGB-Sicht zu erheblichen Haftungsrisiken (und Kapitalverlusttrisiken für die Anleger). Die Produktmaterialnot der

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Vermittler führt insbesondere zu einem Absinken der (ohnehin bescheiden ausgeprägten) Prüfsorgfalt.

Daher wünschen wir uns auch einen kritischen Umgang mit den operativen Ergebnissen der MIG-Fonds-Investitionen, der Mittelverwendungskontrollebenen (Dank an dieser Stelle für die klaren und einschlägigen Aussagen von Frau von Schirach!), den Leistungsbilanzangaben und den in Aussicht gestellten Wertsteigerungen der investierten Unternehmen.

1. Die fehlende Mittelverwendungskontrolle nach erfolgter „formaler“ Freigabe der Anlegermittel erhöht das Risiko der Fehlinvestitionen und lässt auch unklare Mittelverwendungspraktiken bei der Auftragsvergabe an beauftragte Dienstleistungsunternehmen zu.

Für einen Investor ist z. B. nicht nachvollziehbar, wann wie viel Geld tatsächlich in die in der MIG-Leistungsbilanz 2012 gelisteten Unternehmen geflossen ist. Denn wenn die „formale“ Mittelverwendungskontrolle die Mittel freigegeben hat, gibt es **keine externe Kontrolle**, die den Investoren über die Verwaltung der Zahlungsmittel zwischen Emittentin und Unternehmen Rechenschaft ablegt. „Investitionskriterien bezüglich maximaler Anteile einzelner Zielunternehmen und Branchen am Gesamtportfolio sind nicht formuliert.“ ... „Die eher allgemein formulierten Investitionskriterien lassen dem Fondsmanagement viel Spielraum. Somit muss der Anleger ein hohes Maß an Risiko in Kauf nehmen.“ und: „Ein vom Initiator unabhängiges Management des Fonds (hier MIG 13) ist nicht vorhanden.“ (TKL-Analyse, S. 18, Homepage HMW Emissionshaus). Daher können die in der Leistungsbilanz gelisteten Ein- und Auszahlungen in die und aus den Beteiligungsunternehmen nicht nachvollzogen werden.

2. Wie kann durch Konteneinsicht sichergestellt werden, dass und wann die gelisteten Zahlungsströme tatsächlich und in welcher Höhe erfolgt sind?

Der Prüfer (Berufsstand? Testat?) schreibt in seiner Bescheinigung zur MIG-Leistungsbilanz ausdrücklich, dass für die Zahlen „die gesetzlichen Vertreter der HMW Emissionshaus AG verantwortlich“ sind. Die Gültigkeit der Zahlenquellen hat er ausdrücklich **nicht geprüft**. Die Überprüfung der Zahlenangaben ist erst durch einen Abgleich der Abschlussberichte der Zielunternehmen möglich (siehe unten).

3. **Beispiel MIG-Zielunternehmensinvestition „ANTISENSE Pharma“:**  
Am Beispiel des Zielunternehmens ANTISENSE Pharma GmbH, Regensburg, können wir die Logik der Investitionstätigkeit des MIG-Fonds-Managements nicht nachvollziehen. Welche Entscheidungen haben in welcher Unternehmensphase zu den getätigten „Finanzierungsrunden“ geführt? Wie kam es zu einer Situation, in der offenbar nur noch die MIG-Fonds-Mittel (und eine faktische Übernahme des von Zahlungsunfähigkeit bedrohten Unternehmens) des auf einen Patenthalter geschrumpften Unternehmens vor der Insolvenz bewahren konnten?

**Dauerrettung eines angeschlagenen Investments –  
Wo war/ist die professionelle geschäftliche und medizinwirtschaftliche Kontrolle?**

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Der **Geschäftsbericht ANTISENSE** Pharma per Ende 2011, veröffentlicht am 06.02.2013, zeigt, durch welche MIG-Fonds Finanzierungsrunden getätigt wurden und wie das Antisensemanagement mit Liquidität aus jeweils unterschiedlich aktuellen MIG-Fonds-Tranchen mit frischem Kapital bedient wurde. In diesem und dem inzwischen weiteren veröffentlichten Geschäftsbericht 2008 bis 2012 werden – wie jedes der vergangene Jahre - die massiven Verluste des Unternehmens dokumentiert. Vor der faktischen Zahlungsunfähigkeit wurde ANTISENSE immer wieder durch die Millionenbeträge nachfolgender MIG-Fonds bewahrt. Per Ende 2012 sind fast EUR 100 Mio. per Saldo fast ausschließlich aus MIG-Fonds, in das Start-UP- Unternehmen geflossen. Aus keinem der Geschäftsberichte ist erkennbar, ob das immer wieder beschriebene wirtschaftliche Potenzial auch nur ansatzweise realisiert worden wäre („anstehende Auslizenzierungsmaßnahmen“). Im Gegenteil: Bei der Umsetzung der Patente, der Auswertung der Studien und Tests sowie den Einführungsversuchen der entwickelten Krebs-Medikamente wurden medizinisch und wirtschaftlich immer wieder Rückschläge hingenommen, die letztlich zur Einstellung weiterer Untersuchungen geführt haben. Das Unternehmen wurde jedoch stets weiterfinanziert. Seit 2008 erreichten die jährlichen Fehlbeträge deutlich 2-stellige Mio.-Summen. In der Spitze EUR minus 18,297 Mio. per Ende 2011 (2010 = minus EUR 14,365 Mio. und für 2012 minus 13,935 Betriebsergebnis. Immer wieder wurde in den Lageberichten zu den Geschäftsberichten von „Erfolg versprechenden Gesprächen“ mit „mehreren finanzstarken Pharmapartnern und Finanzinvestoren“ über eine vermeintlich einnahmeträchtige „Auslizenzierung“ gesprochen. Faktisch wurde jedoch „die Liquidität auch ohne entsprechende Einnahmen aus Auslizenzierung ... gesichert“. (Geschäftsbericht 2009) So lautete der Risikobericht fast wortgleich auch in den Folgegeschäftsberichten.

## **„Strategiewechsel“ als Verschleierung?**

Der Mangel an klar definierten Milestones, bei deren Nichterreichen keine Finanzmittel mehr ausgereicht werden (fehlende Mittelverwendungskontrolle!), hat dazu geführt, dass immer neue Aufgabenstellungen auf Kosten der uneingeschränkt nachschussbereiten MIG-Fonds finanziert wurden. Zum Beispiel die Erweiterung der Testpatienten für die Anwendung des Wirkstoffs TRABEDERSEN von 120 auf 180 Patienten, was zu einer Mehrfinanzierung in 2011 auf EUR 17 Mio. geführt hat (GB 2011). Immer wieder wurden dafür die MIG-Fonds 2, 3, 9, und schließlich auch 10, 11, 12 und 13 sowie der GA Global Asset GmbH zur Kasse gebeten. War das Medikament 2011 schließlich für die Anwendung bei „malignen Gliomen“ gescheitert (z.B. weil die Tumoren erfolgreich schlicht erfolgreicher wegoperiert wurden, GB 2011), sollten nun Versuche gegen das Pankreaskarzinom getestet werden.

## **Pragmatische Einsicht gescheiterter Finanzierung**

„In den letzten Jahren sind die regulatorischen Anforderungen an große klinische Zulassungen derart gestiegen, dass sie von einem Venture Capital-finanzierten Biotech-Unternehmen kaum zu bewältigen sind. Phase III-Studien mit großem finanziellen Aufwand werden daher in Zukunft Pharmapartnern und bzw. oder Lizenznehmern überlassen.“ (GB 2011).

Doch der Geschäftsbericht 2012 beweist, dass weder Pharmapartner gefunden wurden (es sei denn solche, die sich weitere Studien teuer bezahlen lassen würden), noch dass die (inzwischen zu Erliegen gekommen) Forschungen in erkennbarer Weise marktfähige Produkte hervorbringen könnten. Der Mitarbeiterstamm von zeitweise über 70

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Beschäftigten ist per September 2013 auf 17,7 Vollzeitkräfte zusammen geschrumpft. (GB 2012). Schließlich blieb nur die Einstellung der Studie als Konsequenz: „Deswegen hat sich ISARNA Therapeutics (im Vorjahr im Rahmen des Strategiewechsels von ANTISENSE auf diesen neuen Namen „umbenannt“) in Abstimmung mit seinen Investoren zur Beendigung der sehr kosten- und ressourcenintensiven SAPHIRE-Studie entschieden.“ (GB 2012)

## **„In Abstimmung mit den Investoren“ – die wahren „Investoren“ (Anleger) blieben außen vor!**

Da die ANTISENSE-Pharma GmbH inzwischen ein Unternehmen der MIG-Group ist (sie hat alle anderen wesentlichen Investoren nach und nach mit MIG-Fonds-Mitteln ausbezahlt), hat sie am 15. September 2013 beschlossen, den Sitz der Firma, jetzt ISARNA Therapeutics, in die Leopoldstraße nach München zu verlegen. Obwohl das umbenannte Unternehmen bereits knapp EUR 100 Mio. Investitionsmittel verbraucht hat, inzwischen fast ausschließlich Kapital aus MIG-Fonds, wird weiter Kapital aus MIG-Fonds ausgezahlt: Zum Beispiel MIG 13: „Die Emittentin ist verpflichtet, eine Bareinlage in Höhe von insgesamt EUR 2 Mio. zu erbringen; diese ist sofort zur Zahlung an die Gesellschaft fällig.“ (Nachtrag Nr. 31, MIG 13) Und zwar in Form einer atypisch stillen Beteiligung.

## **Entscheidungen ohne externe Kontrolle**

Die Entscheidungen über die Verwendung der Anteile der MIG-Fonds<sup>1, 2, 3, 4, 5, 6, 9, 11, 13</sup> trifft die MIG Verwaltungs AG, die „mit dem Portfoliomanagement betraut ist“. Eine externe Kontrolle findet nicht statt. Die Geschäftsführung entscheidet faktisch über die Verwendung fremden Geldes ohne externe Kontrolle. (Nachtrag II, MIG 13)

So wurden durch MIG 13 weitere Zahlungsverpflichtungen eingegangen:

**Nachtrag 23:** „Die Emittentin hat sich entschlossen, ...die atypisch stille Beteiligung ... auf nunmehr EUR 4 Mio. zu erhöhen. Dieser weitere Einlagebetrag ist umgehend zur Zahlung an die Gesellschaft fällig. ... Im Zusammenhang mit der Beteiligung sind darüber hinaus Beratungskosten in Höhe von EUR 1 Mio. angefallen.“

**Nachtrag 27:** „Die Emittentin ist verpflichtet, eine Bareinlage in Höhe von insgesamt EUR 2 Mio. zu erbringen. Diese ist sofort zur Zahlung fällig...“

**Nachtrag 28:** „Die Emittentin hat sich entschlossen, ...ihre Einlageleistung .... auf EUR 3 Mio. zu erhöhen. Dieser weitere Einlagebetrag ist umgehend zur Zahlung an die Gesellschaft fällig. ...Im Zusammenhang mit der Beteiligung sind darüber hinaus Beratungskosten in Höhe von EUR 1 Mio. angefallen.“

**Nachtrag 31:** „Die Emittentin ist verpflichtet, eine Bareinlage von insgesamt EUR 2 Mio. zu erbringen; Diese ist sofort zur Zahlung an die Gesellschaft fällig.“

**Nachtrag 32:** „Die Emittentin hat sich ... aufgrund des Beteiligungsvertrags (mit der ISARNA, vormals Antisense) verpflichtet, drei weitere ... Geschäftsanteile der ISARNA ... zu erwerben.“ Darunter im Rahmen einer (von ihr!) beschlossenen Kapitalerhöhung vom 20.11.2013 in Höhe von EUR 9 Mio. gegen Bareinlage in Höhe des Nominalbetrages...“

**AT NewTec GmbH:** „An den Finanzierungsrunden beteiligen sich bereits (neben den zahlreichen MIG-Fonds) nun auch die AT NewTec GmbH, München.“ Diese Gesellschaft listet unter den „Sharholdern“ die MIG Verwaltungs AG. Chairman ist – über die

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

AMSILK GmbH - der MIG-Fonds-Manager Dr. Matthias Kromayer (Aufsichtsrat der MIG Verwaltungs AG 2009, Vorstand per 30.06.2012).

## **Fehlentscheidungsrisiko ist hoch**

Prospekt MIG 13: Das Fehlentscheidungsrisiko ist hoch. Geschäftsbericht 2011: es ist kein Entscheidungsorgan, kein „Anlageausschuss oder Beirat“ vorgesehen, „der Anlageentscheidungen effektiv prüfen oder unterbinden kann.“ Und: „Die Mittelverwendungskontrolle, die bei der Fondsgesellschaft durchgeführt wird, bedeutet hinsichtlich der Anlageentscheidung keine Absicherung.“

Wäre zu jedem Mittelabfluss jeweils ein Beschluss der Fonds (z.B. eines Anlegerbeirats) erforderlich gewesen, wären niemals inzwischen über EUR 100 Mio. in eine Firma geflossen, die nur durch Nachschüsse aller bisher Beteiligten und auch weiterer MIG-Fonds am Überleben gehalten werden kann, die über Finanzmittel verfügen. Die medizinischen Verwertungsperspektiven sind alles andere als überzeugend. Zwei Marketingprofis versuchen zurzeit hochgradig komplexe Patente per Firmenakquise weltweit zu vermarkten. Die medizinischen Studien wurden eingestellt, fast das ganze Personal entlassen. Die Gründer und Entwickler haben das Unternehmen verlassen und sich für ihre Beteiligungen auszahlen lassen.

## **Die Gründer gehen von Bord**

Die (stillen) Beteiligungen externer Investoren, die anfangs den Verwertungserfolg zumindest nicht ausgeschlossen hatten, haben sich nach und nach ihre Beteiligungen von MIG-Fonds abkaufen lassen und gehen eigene Wege. Auf CHECK-Nachfrage bei einem der Antisense-Hauptentwickler der „gut“ verkauft hat: „Was denken Sie, warum man ein Unternehmen verkauft....?“ Verantwortung gegenüber den langjährigen Investoren, die das objektive Risiko nicht kannten, keine Spur!

*„Am 29. April 2011 wurde mit den Finanzinvestoren der Finanzierungsrunde 2011, bestehend aus der MIG AG & Co. Fonds 2 KG, MIG AG & Co. Fonds 3 KG, MIG AG & Co. Fonds 9 KG, der GA Global Asset Fund GmbH & Co. KG, ein weiterer Beteiligungsvertrag über insgesamt EUR 7,8 Mio. abgeschlossen. Diese Mittel sind der Gesellschaft wie vereinbart in zwei Teilbeträgen zugeflossen (im Mai 2011 mit EUR 4,7 Mio. und im Juni 2011 mit EUR 3,1 Mio).“*

## **Fass ohne Boden**

Weitere Beispiel für die ungebremsten Mittelabflüsse von MIG-Fonds – Beispiele eingespielte „Nachfinanzierungen“:

*Am 6. Dezember 2011 wurde mit den Finanzinvestoren der Finanzierungsrunde 2011/II, bestehend aus der MIG AG & Co. Fonds 2 KG, MIG AG & Co. Fonds 4 KG, MIG AG & Co. Fonds 6 KG, der GA Global Asset Fund GmbH & Co. KG, ein weiterer Beteiligungsvertrag über insgesamt EUR 4,5 Mio. abgeschlossen. Diese Mittel sind der Gesellschaft im Dezember 2011 zugeflossen.“*

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Doch diese Finanzierungsrunden reichten nie aus. Die MIG-Fonds „mussten“ immer wieder nachlegen. Die medizinischen Fortschritte waren immer wieder gescheitert. Am 4. April 2012 fanden 2 weitere Kapitalerhöhungen statt. Im Geschäftsbericht 2011 heißt es:

*Kapitalerhöhung I: Das Stammkapital der Gesellschaft wurde gegen Bareinlage um EUR 34.548 auf EUR 140.586 erhöht. Die Kapitalerhöhung resultierte aus Nachbewertungsklauseln vorheriger Finanzierungsrunden. Bezugsberechtigt waren der GA Global Asset Fund GmbH & Co. KG (ehemals auch Alfred Wieder zugehörig), die MIG AG & Co. Fonds 2 KG, die MIG AG & Co. Fonds 3 KG, die MIG AG & Co. Fonds 4 KG, die MIG AG & Co. Fonds 6 KG, die MIG AG & Co. Fonds 9 KG, die S-Refit AG sowie Herr Dr. Heinrichs.*

*Kapitalerhöhung II: Am 4. April 2012 wurde mit der MIG GmbH & Co. Fonds 11 KG eine Finanzierungsrunde über EUR 5,4 Mio abgeschlossen. Das Stammkapital der Gesellschaft wurde von EUR 140.586 um EUR 14.059 Euro auf EUR 154.645 erhöht sowie eine Zuzahlung in das Eigenkapital von TEUR 5.386 vorgenommen.“*

Beispiel für den Ausstieg der Gründer:

*„Nachdem in 2011 5 atypisch stille Gesellschafter ihre Beteiligung (insgesamt 8 stille Beteiligungen) gekündigt hatten, lagen bis zum 30. Juni 2012 Kündigungen von weiteren 38 atypisch stillen Gesellschaftern vor.“*

## **Stillhalteprämien für Altgesellschafter?**

Es musste der Eindruck vermieden werden, dass die ursprünglichen Initiatoren, das Konzept für gescheitert hielten und kein weiteres Geld mehr investieren wollten. Da lag es nahe, eine „Stillhalteprämie“ für diejenigen Anteile zu zahlen. Der realer Zeitwert war bereits – bei realistischer Betrachtung der Verwertungschancen - erheblich gesunken. Denn die Nachricht, dass ein Unternehmen mit Investitionsmitteln, die frühzeitig schon ein Minus von über EUR 40 Mio. hinterlassen haben (Klumpenrisiko), hätte den Weitervertrieb der MIG-Fonds zum Stillstand bringen können.

## **Fazit Klumpenrisiko**

Die MIG-Fonds haben laut Leistungsbilanz 2012 insgesamt knapp EUR 279 Mio. in Beteiligungen investiert. Davon erhielt ca. 33 % die ANTISENSE Pharma. Laut letztveröffentlichtem ANTISENSE-Geschäftsbericht 2013 benötigte das Pharmaunternehmen immer wieder frisches Kapital. Ihre „Meilensteine“ wird sie längst ad absurdum geführt haben:

*„In den letzten Jahren sind die regulatorischen Anforderungen an große klinische Zulassungsstudien derart gestiegen, dass sie von einem **Venture Capital-finanzierten Biotech-Unternehmen** kaum zu bewältigen sind. Phase III-Studien mit großem finanziellem Aufwand werden daher in Zukunft Pharmapartnern und bzw. oder Lizenznehmern überlassen.“*

Die jahrelang verfolgte „SAPPHIRE“-Studie zur Einführung eines Krebsmedikaments wurde eingestellt (die klinischen Studien seien unergiebig verlaufen) und der Firmenwert wurde

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

beträchtlich abgeschrieben. Ferner wurde im Rahmen einer „Restrukturierung“ die Mitarbeiterzahl auf den fast hälftigen Bestand reduziert.

Fazit aus über einem Jahrzehnt Forschungsarbeit: **Aus dem Umsatz von Produkten des Unternehmens wurden keine Erlöse erzielt!**

Zugleich wurden erhebliche Unternehmensanteile verkauft. Und zwar von den medizinischen Inhabern und Initiatoren des Unternehmens. Angekauft haben diese Anteile im wesentlichen MIG-Fonds:

*„Am 4. April 2012 haben die Gründungsgesellschafter der ANTISENSE Pharma GmbH, Herr Dr. Karl-Hermann Schlingensiepen, Herr Georg Schlingensiepen, Herr Dr. Reimar Schlingensiepen und Herr Dr. Wolfgang Brysch ihre sämtlichen Geschäftsanteile an der Gesellschaft (ca. 33 % des Stammkapitals) an die GA Global Asset Fund GmbH & Co. KG, German Austrian Beteiligungs GmbH & Co. KG, S-Refit AG, MIG AG & Co. Fonds 1 KG, MIG AG & Co. Fonds 2 KG, MIG AG & Co. Fonds 3 KG, MIG AG & Co. Fonds 4 KG, MIG AG & Co. Fonds 5 KG, MIG AG & Co. Fonds 6 KG und MIG AG & Co. Fonds 11 KG veräußert.“*

Aus dem Vorjahr wurden in der Bilanz Verluste in Höhe von EUR 73,7 Mio. vorgetragen. Im Berichtsjahr 2011 kamen knapp EUR 18,3 Mio. Verluste hinzu. Der „nicht durch Eigenkapital gedeckte Fehlbetrag“ von ca. EUR 5,1 Mio. entspricht in etwa den Mitteln der 11 KG in Höhe von EUR 5,4 Mio., die diesen Betrag „nachgeschossen“ hat.  
Geschäftsbericht:

*„Mit den liquiden Mitteln in Höhe von EUR 5,4 Mio aus dem am 4. April 2012 mit der MIG GmbH & Co. Fonds 11 KG geschlossenen Beteiligungsvertrag ist die Liquidität der Gesellschaft bis August 2012 sichergestellt. Darüber hinaus finden derzeit Gespräche mit unseren Gesellschaftern im Hinblick auf eine weitere Beteiligungsrunde statt. Hierzu liegt bereits, wie auch schon in den Jahren zuvor, eine schriftliche Absichtserklärung der MIG-Fonds vor.“*

## **Nachfinanzierung um jeden Preis**

Diese Absichtserklärung der MIG-Fonds ist faktisch ein Zahlungsverprechen. Damit kann der entscheidende Motivationsfaktor eines Start-UP-Unternehmens, um jeden Preis – auch durch persönliche Opfer - die Markteinführung zu forcieren, ad absurdum geführt werden.

Das kaufmännisch selbstverständliche Prinzip, Leistungsziele abzufordern, bevor frisches Geld bewilligt wird, wurde ad absurdum geführt. Dafür spricht u. a. die Bemerkung in dem Geld-Magazin-Artikel vom Januar 2014, dass durch die Umstrukturierung zur Isarna „gewährleistet ist, dass alle Investitionen direkt in die Forschungsprogramme zur Arzneimittelentwicklung fließen. Zudem können wir dank unserer schlanken Struktur Entscheidungen schnell treffen und dann sofort umsetzen.“

## **Emission als „Gebührenmodell“**

Vorher wurde offenbar mit den Finanzmitteln sehr „großzügig“ verfahren. Es folgte dem Prinzip: Emission als „Gebührenmodell“: Diese Modelle funktionieren über viele Jahre auch ohne wirtschaftlichen Erfolg. Das Gebührenmodell macht sich für die Initiatoren

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

systemgemäß auch dann „bezahlt“, wenn sich kein wirtschaftlicher Erfolg einstellt: auf Kosten der Anleger, die nach Kapitalverlust mit der „Erklärung“ konfrontiert werden, dass ihr Engagement „unternehmerisch“ war. Das war es gerade nicht im Sinne des operativen Risikopotenzials. Sicher war stets nur die Selbstversorgung der handelnden Manager. Daher halten wir ein Investitionsmodell ohne eine unabhängige extern durchgehende Kontrolle der Anlegermittel nach streng festgelegten Investitionskriterien mit dem Recht der Kontrolleure (in der regulierten Welt die Verwahrstelle), selbst professionelle Prüfer mit dem Nachweis der Kriterienerfüllung zu beauftragen, für nicht platzierungsgeeignet. Das Fehlen unabhängiger, externe Kontrollen führt in aller Regel zum Missbrauch!

## **„Klares Bekenntnis“ abgelegt, immer zu zahlen/nachzufinanzieren?**

*Vor dem Hintergrund der aktuell durchgeführten Finanzierungsrunde 2012, den laufenden Gesprächen mit den Gesellschaftern und Finanzinvestoren über eine weitere Beteiligung – eine schriftliche Absichtserklärung der MIG-Fonds dazu liegt bereits vor – können wir heute mit mehr als überwiegender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass auch bis zum Ende des zweiten Quartals 2013 adäquat Liquidität und Eigenkapital zur Verfügung stehen werden **und insoweit keine Insolvenztatbestände ausgelöst** werden. Die VC-Investoren haben in 2012 mit der Übernahme der restlichen rund 33 % der Geschäftsanteile von den Gründern und der Einstellung eines neuen CEO nochmals ein sehr klares Bekenntnis zu Antisense Pharma abgelegt.“*

## **Gegen die eigenen Kriterien verstoßen?**

Durch diese ausweglose erscheinende Situation des Unternehmens, hauptsächlich durch MIG-Investitionen über Wasser gehalten werden zu müssen, wurden die MIG-Fonds offenbar wesentlicher Gesellschafter eines Pharmaunternehmens (obwohl Mehrheitsbeteiligungen laut Investitionskriterien nicht vorgesehen waren).

## **Massiver Interessenkonflikt**

Es besteht ein massiver Interessenkonflikt auf Seiten der Fonds hinsichtlich ihrer ISARNA-Anteile: denn es ist möglich, dass kumuliert ca. 30 % des MIG-Fonds-Beteiligungskapitals **abgeschrieben werden müsste, wenn ISARNA (ehemals ANTISENSE) Insolvenz anmelden müsste** (ca. EUR 100 Mio. faktisch „verbraucht“). Das MIG-Fonds-Management ist m. E. **einem erheblichen Zielkonflikt ausgesetzt!** Denn um eine mögliche Insolvenz zu vermeiden, könnte sich die MIG-Fonds-Management gezwungen sehen, das Unternehmen auch dann weiter zu finanzieren, wenn es wirtschaftlich keine reelle Perspektive mehr haben sollte. Weder die Investitionskriterien noch die Struktur der **Mittelverwendungskontrolle** scheinen dazu geeignet zu sein, dass Fondsmanagement im Anlegersinne dazu zu zwingen, die Fortführung des Unternehmens kaufmännisch plausibel zu erklären.

Daraus kann eine bedingungslose Abhängigkeit von einem möglicherweise bereits gescheiterten Unternehmen resultieren, Geschäftsbericht:

*„Der Fortbestand der Gesellschaft ist davon abhängig, dass unsere Eigenkapitalgeber zeitnah in adäquatem Umfang entsprechende Mittel zur Verfügung stellen. Sollte es nicht gelingen, ..... besteht mittelfristig das Risiko, dass eine Bestandsgefährdung der Gesellschaft eintreten kann, ...“ (Fettung durch CHECK)*



# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Im Oktober 2013 wurde die ANTISENSE PHARMA offiziell in die „**ISARNA Therapeutics GmbH**“ umbenannt. Warum? Die Probleme um die Patententwicklung des Antikrebsmedikaments „Trabedersen“ haben das Unternehmen gezwungen, den Mitarbeiterbestand weiter auf ein Fünftel zu reduzieren (laut Portfolioinformation der HMW AG jetzt 17 Mitarbeiter, „...noch vor vier Jahren betrug die Zahl der Beschäftigten 75 Personen,“ Mittelbayerische, 26.02.13). auch die seinerzeit wichtigsten Know-how-Träger sind von Bord gegangen.

## **Dilettantisches Patentmarketing**

In einem Umfeld von Patentholdern, die üblicherweise Milliardentransaktionen durchführen, versucht ein geschrumpftes ISARNA-Team (ausgerechnet mit einem „No-Name“-Produktnamen „ISARNA“, Kunden und Partner zu gewinnen. Der Name „Antisense“ war dagegen seit den 90er Jahren etabliert.

Als Ansprechpartner für die ISARNA-Vermarktung zeichnen Frau Dr. Andrea Kottke und Frau Gretchen Schweitzer verantwortlich. Frau Schweitzer hat CHECK telefonisch kurz bestätigt, dass alle Verbindlichkeiten der ANTISENSE Pharma auf die ISARNA übergehen (17.02.2014). Von einer Insolvenz sei keine Rede. Es handele sich „nur“ um eine „Umbenennung“. Dr. Andrea Kottke zeichnet(e) verantwortlich als „Head of Marketing & Public Relations, Antisense Pharma“, Laut Brokerchannel-Interview vom 05.04.2012 bezog sie zusammen mit Alfred Wieder und Dr. Hallweger zum „Platzierungserfolg“ der MIG-Fonds Stellung. Sie ist offensichtlich dem HMW-Firmenverbund zuzurechnen. Diese Personalwahl unterstreicht m. E. den Eindruck, dass das Unternehmen faktisch nur noch von der MIG-Gruppe gesteuert wird.

## **Keine Forschungen – kein Werterhalt**

Das Universitätsklinikum Leipzig hat unter den abgeschlossenen klinischen Studien auch die SAPHIRE-Studie gelistet. Ferner hat die Neurochirurgie in Hamburg auf Nachfrage bestätigt, dass zumindest dort die Forschung mit Trabedersen nicht weiter geführt wird. Andererseits ist in einem Artikel vom 26.02.2013 (Mittelbayerische Zeitung) die Rede davon, dass die Forschungen auf dem Gebiet der Pankreas und des Schwarzen Hautkrebs fortgesetzt werden sollen. Bisher ohne Erfolg?

## **Thema „abgeschlossen“**

CHECK liegt eine Krankenhausliste vor, die die Kliniken aufführt, die sich mit der Studie befasst haben. Wir könnten die dort gemachten Angaben nicht verifizieren. Keine der von uns angesprochenen Kliniken befasst sich noch mit Forschung, Versuchen oder Tests. Das Thema wird für abgeschlossen erklärt, so die aussage mehrerer Kliniken, die sich damit befasst hatten.

## **Zahlungsflüsse intransparent**

Da eine Mittelverwendungskontrolle nicht existiert, kann auch nicht abgefragt werden, welche Klinik welche Mittel tatsächlich erhalten und verbraucht und welche Leistungen dafür erbracht wurden. Eingesehen wurden von externer Seite auch nicht die Studien, die in den Geschäftsberichten erwähnt werden und die Aufschluss darüber geben können, zu welchen Kosten die beauftragten Kliniken Laborleistungen und Versuchsreihen durchgeführt haben. Welche Prozesse haben wirklich zur Einstellung der Untersuchungen geführt? Das wurde bisher nie verifiziert! Ein externes Audit zur Genese des gescheiterten Projekts ist nicht

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

bekannt. Wir raten, auch im Hinblick auf Ihre KVG-Aktivitäten, eine versierte Kanzlei wie z.B. Deloitte Hamburg damit zu beauftragen, Ansprechpartner Peter Dietterle, Partner.

## **Plausibilität der vergebenen Aufträge?**

Um Plausibilität der Mittelabflüsse von dem Fonds an die Antisense und von dort an die Kliniken und andere beauftragte Dienstleister zu bekommen (wurde die Sachdienlichkeit dieses Aufträge geprüft?), müssten die Bücher detailliert geprüft werden, die darüber Aufschluss geben, welche Beträge an die Kliniken gegangen sind und welche „sonstigen“ Dienstleister beauftragt wurden, z. B. „Aufwendungen für Material und Fremdleistungen, 2012 = EUR 6,4 Mio., 2011 = EUR 9 Mio. oder 2010: „Aufwendungen für bezogene Leistungen 2010 = EUR 4,377 Mio. , 2009: EUR 4,578 Mio.

## **Lizenzrechte/Patente auf ca. TEUR 1-2 Mio. geschrumpft?**

Folgender Lizenzkauf der ISARNA wirft Frage zum **aktuellen Wert** der Antisense/Isarna-Patenten auf:

ISARNA/Antisense-Geschäftsbericht 2012: „Im April 2012 wurden von der Biognostik GmbH, Göttingen, alle bisher durch Lizenzvertrag zur Verfügung gestellten Patente, Schutzrechte und Schutzrechtsanmeldungen gekauft.“ Dazu wurden „bilanzwirksame Investitionen in Höhe von EUR 1, 7 Mio. getätigt (Vorjahr 0,737 Mio.)“.

## **Wem gehören die Patente wirklich?**

Zu diesem Patentpaket gehören die Antisense-Patente, die die Biognostik schon in den 90er Jahren erworben hatte. Siehe die Antisense Reference List Page der Biognostik GmbH, Gesellschaft für biomolekulare Diagnostik mbH. Allein zwischen 2004 und 2007 listet diese Bio-High-Tech-Firma insgesamt ca. 80 Fachanalysen zu den „BIOGNOSTIK ANTISENSE Oligonucleotides-Patenten. Als Erfinder der Immuntherapeutischen Forschungsansatzes wird ein Giovanni Monteleone, genannt, der für zahlreichen Analysen Antisense-Diagnostik verantwortlich zeichnet (IFI Claims Patent Services 2012). Der Patentwert, der angeblich ein Mehrfaches des eingesetzten Kapitals (ca. EUR 100 Mio.) zurückführen können sollte, ist auf einen einstelligen EUR Mio.-Betrag geschrumpft? Es wurden keine externen Prüfungen des Kaufpreises vorgenommen und von einem externen Experten bestätigt und/oder sein aktueller Marktwert festgestellt.

## **Es wurden kumuliert ca. EUR 8 Mio. an Lizenzgebühren und Lizenzerwerb gezahlt?**

Wieder haben MIG-Fonds einen Preis für die Lizenzrechte gezahlt hat, der in keiner Weise im Marktvergleich überprüft wurde? Nachdem jahrelang zwischen 2008 und 2012 hohe Lizenzgebühren jährlich zwischen TEUR 300 und EUR 5 Mio. (2008) gezahlt wurden? Bemerkenswert ist auch, dass der Antisense-Gründer, in den MIG-Fonds ca. EUR 100 Mio. investiert haben, 2007 von Herrn Dr. Reimar Schlingensiepen gegründet wurde, der zeitgleich führender Manager derjenigen Firma war (Biognostik), die an die von ihm gegründete Antisense-GmbH kostspielige Patentnutzungsrechte ausgereicht hatte. 2011 hat er sich seine Antisense-Anteile auszahlen lassen:

*„Am 4. April 2012 haben die Gründungsgesellschafter der ANTISENSE Pharma GmbH, Herr Dr. Karl-Hermann Schlingensiepen, Herr Georg Schlingensiepen, Herr Dr. Reimar Schlingensiepen und Herr Dr. Wolfgang Brysch ihre sämtlichen Geschäftsanteile an der Gesellschaft (ca. 33 % des Stammkapitals).....verkauft“ (GB 2011)*

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

## **Plausibilität der Ausschüttungen?**

Laut Interview 2013 mit dem „Der Immobilienbrief“ bezifferte Herr Dr. Hallweger das platzierte MIG-Fondsvolumen (inkl. der Vorgängerfonds) auf ca. EUR 1 Mrd.: Dort heißt es: „... Aus dieser Gruppe sind bisher 15 Vermögensanlagen mit einer Beteiligungssumme von knapp EUR 1 Mrd. Euro entstanden, in der knapp 50.000 Anleger ihr Kapital investiert haben.“ Laut Leistungsbilanz 2012 betrug das „Fondsvolumen“ (Capital under Management) zum Ende 2012 rund 909 Millionen Euro. Diesem platzierten Kapital inkl. Agio stehen laut Leistungsbilanz 2012 knapp EUR 260 Mio. Beteiligungskapital gegenüber, ca. 28,6 %.

## **Klumpenrisiko „durchfinanziert“**

Rechnerisch ist inkl. Ansparfondsplatzierungen ein platziertes Kapital von ca. EUR 909 Mio. entstanden. Als ein Beteiligungskapital sind ca. EUR 270 Mio. gebunden (Stand Ende 2012)? Davon allein ca. EUR 100 Mio. durch ein einziges Risikoinvestment absorbiert worden, das über fast ein Jahrzehnt nach „durchfinanziert“ wurde?

Da das durchschnittlich gebundene Kapital bei Privat Equity-Investitionen systembedingt selten mehr als 70 % abdeckt, müsste, um das MIG-Kapital zurück zu führen, d. h. um ein Ergebnis von 100 % der Einlage zu erreichen, das 3fache des eingezahlten Kommanditkapitals erreicht/erwirtschaftet werden. Das tatsächlich gebundene Kapital müsste sogar vervierfacht werden, um das Anlageziel der Verdoppelung des eingesetzten KG-Kapitals zu erzielen.

## **Maximal 50 % Restwert?**

Die realen Zeitwerte der übrigen investierten MIG-Unternehmen legen nach überschlägiger CHECK-Betrachtung die Schätzung nahe, dass der Gegenwartswert der MIG-Beteiligungen insgesamt nicht mehr als 50 % des eingezahlten Kapitals entspricht.

Selbst wenn einige Pharmaunternehmen erfolgreich veräußert würden, offenbart der Blick auf den Branchenexitwert des Pharmamarkt-EBIT- und Umsatzmultiplikators vom November 2013, der aus einem Finance-Expertenpanel aus ca. 20 Private-Equity-Unternehmen regelmäßig ermittelt wird (Osiris Datenbank und Deutsche Börse AG): dass per Ende 2013 das knapp 7,8-fache des EBIT oder und dass ca. 1,01fache des Umsatzes für mid-cap-Unternehmen erzielt werden könnte. Die meisten MIG-Portfoliounternehmen weisen jedoch immer wieder negative Betriebsergebnisse auf.

## **Welche Gewinne haben die MIG-Portfoliounternehmen bisher tatsächlich erwirtschaftet?**

**Beispiel:** MIG 1 hat 2004 knapp EUR 30 Mio. eingesammelt. Der einzige wirklich bemerkenswerte MIG-Exit im Jahre 2007 (Straumann) führte 2007, 2008 zu einem Veräußerungspreis von EUR 18,54 Mio. vor Transaktions- und sonstigen Kosten. In der Bilanz tauchen 2007 unter Guthaben ca. 16,888 Mio. auf. Wenn man davon die Guthaben des Vorjahres abzieht, verbleiben noch EUR knapp 14 Mio. Die Verbindlichkeiten gegenüber den Gesellschaftern werden dann mit EUR 12 Mio. beziffert, die ausgeschüttet werden sollen. Diese Summe wurde dann teils ausgezahlt, teils den Kapitalkonten der Gesellschafter gutgeschrieben.

## **Welche „Transaktionskosten“?**

Bemerkenswert ist, dass die „Transaktionskosten“ (nicht konkret beziffert) offenbar ca. EUR

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

1,66 Mio. betragen, ca. 9 % des Deals. War das der Grund, warum „Die MIG Verwaltungs AG, die MIG Beteiligungstreuhand GmbH sowie der geschäftsführende Kommanditist Herr Hans Jürgen Kosch mit Verzichtserklärung vom 31.12.2008 auf ihre Gewinnanteile gemäß § 18 Abs. 2 S. 1 des Gesellschaftsvertrags verzichtet (haben)“? Fest steht, dass das EK von MIG I von Jahr zu Jahr sinkt, zuzüglich Abschreibungen auf Unternehmensbeteiligungen wie Sovicell GmbH (Beteiligungsquote knapp 40 %), die 2009 zu einer Wertberichtigung der Bilanz um 30 % geführt hat.

## **Was hat der MIG-Exit Straumann wirklich gebracht?**

In der MIG-Leistungsbilanz 2012 wurde ein Exitergebnis vor Transaktionskosten von EUR 18,54 Mio. gelistet. Bisher wurde nicht veröffentlicht, zu welcher Netto-Rendite diese Transaktionen 2007 und 2008 auf Fondsebene geführt hat („vor Transaktionskosten“). Über Höhe und Herkunft des Nettogewinns kann keine Aussage gemacht, sofern keine belastbaren Zahlen vorgelegt werden. Diese wären dringend zu prüfen!

## **MIG-Fonds-Abschreibungen auf „Finanzanlagen“ versteckt?**

Für Fonds 1 wurden laut LB 2012 in ca. 10 Jahren ca. EUR 53 % der Einlage zurückgeführt. Angesichts der in der LB gelisteten Handelsergebnisse von EUR -5,9 Mio. im Geschäftsjahr 2012 und von EUR -3,49 Mio. „kumuliert“ und einem verbliebenen Eigenkapital von EUR 12,23 Mio. sowie dem eingestanden Erfordernis von „außerplanmäßigen Abschreibungen“ (GB 2012 deren Bewertung einen „unverhältnismäßigen Aufwand“ verursacht hätte), ist nicht nachvollziehbar, wie hoch der Zeitwert der Vermögenswerte des Fonds tatsächlich ist. Fest steht, dass das Jahresergebnis 2010 der Sovicell GmbH-Beteiligung, Leipzig mit TEUR -435 einen Abschreibungsbedarf ausgelöst hat. Gern hätten den wir dem MIG-Fonds1-Geschäftsbericht 2012 entnommen, wie hoch die Antisense-Beteiligung dieses Fonds gewesen ist. Denn dass eine Beteiligung ausgereicht wurde ist der Antisense-Jahrsbilanz 2012 zu entnehmen. Wir können diese Position in der MIG-Fonds 1-Bilanz nicht finden? Es sei denn, diese Beteiligungen stecken in der MIG-Fonds 1-Position „Finanzanlagen von EUR 11,310 Mio.“, so dass auch hier von einem Abschreibungsbedarf ausgegangen werden muss.

## **Regulierte Welt: Definition des Nettoinventarwertes zwingend!**

Wie ist der aktuelle Zeitwert der MIG 1-Fonds-Vermögenswerte tatsächlich? 30 % der Einlagen? Aufgrund der HMW-Emissionshaus AG-Pläne, für MIG-Fonds 13 eine AIF-KVG (Nachtrag 36) zu gründen, können wir zuversichtlich davon ausgehen, dass der „**Nettoinventarwert**“ dieses und der jedes anderen Fonds zwingend definiert werden muss, und zwar mindestens jährlich. In diesem Punkt ist das KAGB 100 % eindeutig! Und zwar für jeden Fonds! Nicht jedoch eindeutig sind die Ausführungen im MIG-Fonds 13-Nachtrag 36 „Anlagebedingungen zur Regelung des Rechtsverhältnisses zwischen der MIG GmbH & Co. Fonds 13 geschlossene Investment-KG ... und ihren Anlegern, extern verwaltet durch die MIG Verwaltungs AG,...“

## **Pseudo-KVG-„Anlagebedingungen“ = Täuschung?**

Wir sind der Meinung, dass der Abdruck dieser „Anlagebedingungen“, die aus unserer Sicht in keinem Punkt die Chance hätten, KAGB-genehmigungsfähig zu sein, dem Zweck dienen, die Anleger über die vermeintlich Transparenzbereitschaft der vermeintlich geplanten „AIF-KVG“ zu täuschen. Beispiel: Zur „Verwahrstelle“: „... die Kontrollfunktion beschränkt sich auf eine nachträgliche Kontrolle der Zahlungen der Emittentin.“ Falsch! Diese Praxis soll gerade nicht mehr möglich sein. Die Kontrollfunktion übt die Verwahrstelle **vor**

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

**Ausreichung** der Anlagermittel aus und zwar auf der Basis, eigener unabhängiger Prüfhandlungen unter Einbeziehung berufener Experten, auf deren Auswahl die Emittentin keinen Einfluss hat! Nur dann haben die Anleger eine Chance, dass die Mittel nicht mehr nach Gutsherrenart auf „kreativ“ ausgesuchte Investments verteilt werden.

## **Mittelverwendungskontrolle eingestellt: Höchst gefährlich!**

Insofern ist auch durch die „Einschaltung der Verwahrstelle die bisher eingerichtete Mittelverwendungskontrolle keineswegs „gegenstandslos“ geworden (Nachtrag 36). „Die Konten der Emittentin werden fortan von der Emittentin selbst und von der MIG Verwaltungs AG in ihrer Eigenschaft als KVG für Rechnung der Emittentin geführt“, heißt es dort. Faktisch werden jedoch nach KAGB Anlegermittel nur dann von der KVG verwaltet und freigezeichnet werden können, wenn die Verwahrstelle, die darüber gegenüber der BaFin Rechenschaft ablegen muss, vorab eine abschließende Kontrolle ausgeübt hat. Und zwar inhaltlich! Daher wurde deren Kompetenz ausdrückliche erweitert, Gutachten anzufordern, die prüfen, ob die Anlagebedingungen eingehalten werden. Dies setzt voraus, dass die Anlagebedingungen hinreichend klar und konkret sind und ein in sich schlüssiges Geschäftsmodell auf Basis erwiesenermaßen bewährter Erfahrungsträger aufweisen! Von dieser Klarheit sind die gelisteten MIG-„Anlagebedingen“ jedoch meilenweit entfernt. Dies gilt auch für den Nachweis bewährter Erfahrungsträger. Wie man am Beispiel Antisense/Isarna einschlägig erkennen muss, kommt das bisherige Assetmanagement m. E. dafür nicht in Frage.

## **Totalverlust mit Ankündigung?**

Vorsichtshalber bereitet die Initiatorin deshalb den „Ausstieg“ vor. Eine „elegante Lösung“, um die Verantwortung jahrelanger Fehlinvestments und üppiger Gebührenmodelle ursächlich der BaFin und dem KAGB zuzuschreiben. Zurecht vermutet die Emittentin, dass das Risiko besteht, dass die für die MIG Verwaltungs AG die beantragte Erlaubnis als KVG versagt wird. „Die BaFin könnte sodann anordnen, dass innerhalb einer bestimmten Frist eine andere KVG gefunden wird, welche die Verwaltung der Emittentin übernimmt.“ Wird, was zu erwarten ist, keine gefunden, muss die Gesellschaft abgewickelt werden: „Dies kann dazu führen, dass die bestehenden Beteiligungen unter Wert veräußert werden müssen und auch sonst das Gesellschaftsvermögen mit Verlusten belastet wird.“ Auch sonst? Welches Risiko kann das (über das Totalverlustrisiko hinaus) sein? Zum Beispiel durch Commitments, die in die Zukunft reichen, für die erst künftige Finanzmittel bereitgestellt werden sollten? Daraus könnte ferner das Risiko resultieren, dass bereits ausgezahlten Ausschüttungen zurückgefordert werden könnten? Denn bisher handelte es sich bei den Auszahlungen ausschließlich um Entnahmen aus dem Eigenkapital! Ein Totalüberschuss wurde bisher bei keinem Fonds erzielt.

## **Fazit**

„Insgesamt besteht das Risiko, dass die MIG Verwaltungs AG oder die Emittentin künftig die an sie gestellten Anforderungen nicht erfüllen können und daraus resultierend die Emittentin abgewickelt werden muss oder deren Geschäftstätigkeit verboten wird.. Auch dies kann zum Totalverlust führen.“ (MIG 13, Nachtrag 36)

**„Da prospektseitig keine Anlegerprognose dargestellt wird, und insofern nicht zwischen Eigenkapital und Gewinnrückzahlung differenziert werden kann, ... (wäre) bei Erhalt von Auszahlungen anlegerseitig insoweit zu bedenken, ob es sich um solche aus**

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

**Gewinnen oder lediglich der Liquidität des Fonds handelt.“ (Plausibilitätsprüfung MIG Fonds 13, Dr. Ludz, S. 24).**

## **Rettung**

Ein professionelles externes (!) Risikomanagement vor KVG-AIF-Antrag könnte die Voraussetzung schaffen, dass ein konsolidiert definierter Nettoinventarwert sämtlicher Beteiligungen als Ausgangspunkt für ein tatsächlich professionelles Assetmanagement gefunden wird. Erst dann ist an eine Investitionsstrategie zu denken, die durch bewährte, externe Profis (!) der Branche, flankiert durch ein konsequentes Compliance-Management und einer versierten Verwahrstelle mit umfassenden Kontrollkompetenzen umgesetzt werden könnte (in Ihrem KVG-Konzept findet sich zum Compliance-Controlling kein Wort). Die externen Compliance-Kontrollen sind jedoch neben dem Risikomanagement der rote Faden, der sich durch das gesamte KAGB zieht! Ihre Anlagebedingungen müssten sich internationalen etablierten Gepflogenheiten unterwerfen. „Erfolgsabhängige Tantiemen“ von insgesamt jeweils 17 % zugunsten der AIF-KVG und des Exklusivvertriebs, einmal an den laufenden Gewinnen, dann zusätzliche beim Exit: bevor die Anleger zu 100 % ihre Einlage plus Hurdle zurückerhalten haben?

Wir verstehen Ihre Anlagebedingungen laut Nachtrag 36, § 3.5 als Berechtigung des Managements, auch an den laufenden Gewinnen mit 17 % + 8 % zu partizipieren. Diese Regelung scheint der Prospektregelung zu widersprechen, wonach die MIG Verwaltungs AG und die Gründungsgesellschafter an „solchen laufenden Gewinnen nicht beteiligt“ sind. Das dargestellte „Kostenmodell“ wird ohne konkreten Bezug zum Nettoinventarwert u. E. keine Genehmigungschance haben.

Mit freundlichem Gruß

Unternehmensanalyse  
Stephan Appel