

Sehr geehrter Herr Dr. Mattner,

Hamburg, 17.06.2014

als Analysten der deutschen Beteiligungsszene (www.check-analyse.de), insbesondere auch im Segment Private Equity, haben wir uns mit einem Phänomen auseinander zu setzen: die Plausibilität von Vertriebsaussagen zu den MIG-Fonds unter besonderer Berücksichtigung der "Exit-Phantasien" Ihrer Affiris-Parkinson-Medikationen.

Das Märchen von dem Milliarden-Exit

Verständlicherweise können Informationen zum Potenzialwert Ihres Parkinsonmedikaments "AD04" - sofern ein Bieterverfahren und weitere Untersuchungen tatsächlich angestrengt werden - zurzeit durch Sie nicht öffentlich diskutiert werden. Gleichwohl machen sich einige deutschen Vertriebe eine Affiris-Vertriebsstory zu eigen, auch öffentlich, die m. E. weniger sachlich als vielmehr vertrieblich ausgerichtet ist. Dabei wird gelegentlich auch auf "Insider-Informationen" verwiesen, die die Vermutung rechtfertigen sollen, dass ein "Milliarden-Exit" bevorstehe (und damit ein hoher Anlegergewinn).

Die Vermittler der MIG-Produkte profitieren zu einem von vergleichsweise hohen Prozentsätzen an den Einzahlungen der Investoren, die bis auf wenige Ausnahmen aus dem Retail-Privatkundenumfeld stammen. Das ist ein Klientel, das der Komplexität einer Venture Capital-Investition im Bio-Tech/Life-Science-Segment m. E. nicht gewachsen ist.

Pragmatische Tradition der Alzheimer-Medikationserfolge

Aus einem überschlägigen Rückblick innovativer Alzheimer-Medikationen (also nicht der gängigen cholestinerase inhibitors, deren belegbar umfassende Nebenwirkungen inzwischen zu einer kritischen Dosierung geführt haben), geht m. E. hervor, dass hohe Investitionen etablierter Pharmaunternehmen insbesondere dann vorgenommen werden, wenn die klinischen Phasen 2 und 3 durchlaufen sind Produktumsätze in greifbarer Nähe sind und die wichtigsten Ergebnisse möglichst nebenwirkungsfrei bestätigt werden können.

Dabei hat sich z. B. Alzheimer-Mittel Methylthioniniumchlorid "Rember" trotz anfänglich großer Erwartungen 2008 (durch Claude Wischik) noch nicht zu einem durchschlagenden Erfolg entwickelt. Obwohl zahlreiche Ansätze dafür sprachen. Gleichwohl ist der Forscher Wischik inzwischen erfolgreicher Unternehmer geworden ist. Doch seine Einschätzungen zur Alzheimer-Medikation sind eher vorsichtiger geworden:

"Dr. Wischik says he and other tau-focused scientists have been shouted down over the years by what he calls the "amyloid orthodoxy," a hard-charging group of

researchers who believed passionately that beta amyloid was the chief cause of the disease. "Science is politics," he says. "And the politics of amyloid won." Wall Street Journal Nov. 2012

Millarden-Transaktionen unüblich!

Soweit wir das verfolgen können, investieren die Pharma-Unternehmen in der Regel Zug um Zug, wenn sie sich das Know-how von Start-UPs sichern wollen. Sie finanzieren stets milestoneabhängig, das heißt nach Erreichen definierter Wirkungshäufigkeiten in den klinischen Phasen. Von einem Veräußerungsgewinnpotenzial kann erst mit der vollständigen Übernahme der Rechte und Lizenzen gesprochen werden (meist verbunden mit einer Einarbeitungs- und Übergangszeit vom alten (Affiris-) auf das neue Management des Käufers). Auch in dieser Phase wird in Regel nur Zug um Zug gezahlt. Eine solche Transaktion zieht sich, neben einem front-up-payment in der Regel über viele Jahre hin. Denn die Pharmas zahlen erst dann, wenn der wirtschaftliche Anwendungserfolg wirklich sicher ist, Erst dann kann in der Regel mit einem Kaufpreis gerechnet werden, der ein Vielfaches der Aufwendungen zurückführen könnte.

Nur Milestone-Finanzierungen - keine "Giga-Exits"

Wie am Beispiel Glaxo und deren seinerzeit angekündigte potenzielle Fördermittel von EUR 430 Mio. in 2008 für das Affiris-Mittel-AD02 (seinerzeit Phase 1) zeigt: Nach einem Einstiegspayment folgte ein Milestone-Payment von EUR 10 Mio. in 2009. Wie lief es dann weiter? Großinvestoren/Pharmakonzerne entscheiden schnell um und fördern ein anderes marktreiferes Produkt. Z B. von österreichischen Wettbewerber "Intercell". Dort schienen die Marktaussichten für das Produkt IXIARO®/JESPECT® seinerzeit gut.

Der ursprüngliche Affiris-Plan 2012, 2014 mit einem Impfstoff auf den Markt zu kommen, konnte nicht realisiert werden. "Die kleinen Deals" des Wettbewerbers Intercell haben immerhin Cash-Flow produziert. Ungeachtet der seinerzeit herblassende Äußerung "Unsere Deals in dieser Größenordnung bleiben einzigartig", durch den Affiris-CEO Walter Schmidt 2008 im Wirtschaftsblatt.

Erfolg mit zahlreichen Medikationen - nicht mit Einzelprodukten - Ausfallrisiko zu hoch

Bis zur Zulassung durch die Gesundheitsbehörden nach Abschluss der Phase 3 kann das wirtschaftliche Ausfallrisiko erfahrungsgemäß noch bis zu 50 % betragen. In der Regel wird nach Phase 1, der präklinischen Phase ca. 3 Jahre an freiwilligen Patienten geprüft, ob der Wirkstoff wirksam ist.

Bis zu 4 Jahre wird dann der statistischen Nachweis gesucht, dass das Medikament besser wirkt als die Standardtherapie und die Nebenwirkungen tolerierbar sind. (Morphysis Juli 2013, Focus-Money, "Wie bewerte ich Biotech-Unternehmen"). Die in Fachkreisen und auch Ihrerseits mehrfach erwähnte mögliche Dauer einer Affiris-Marktreife-Phantasie von ca. 10 Jahren darf daher als realistisch angesehen werden. Bei einem vorzeitigen Verkauf würde - angesichts der höheren Risiken für den Käufer - nur ein Bruchteil gezahlt werden, gewiss kein EUR Milliarden-Exit.

Das Bio-Tech-Vergleichs-Unternehmen Morphoysys ist offenbar seit 2004 deshalb profitabel, weil es sich vom Bio-Tech zum Pharma-Unternehmen entwickeln (80 Medikamente und 20 verschiedene Antikörperwirkstoffe, Umsatz 2013: knapp EUR 80 Mio.) und mit einer diversifizierten Produktpalette etablieren konnte (z.B. mit der Morphysis-45 Milliarden Antikörper-Datenbank, mit deren Hilfe Konzerne wie in einer "Bibliothek" präklinische Test eigne Produkte extern prüfen lassen können. Diese Datenbank sichert dem Unternehmen einen kontinuierlichen Cash-Flow. Die zwischenzeitlich vergebenen AD02-Affirsi-Lizenzträge sind ersatzlos ausgelaufen.

Impfstoffkonzept gescheitert

Bei der Unternehmens- und Produktbewertung berücksichtigen die Pharmas das Marktrisiko und finanzieren erfahrungsgemäß stets Zug um Zug, jeweils milestoneabhängig bis zur nächsten Zielerreichung. Bleibt die Zielerreichung aus (Affiris-AD02 produziert keine Antikörper und kommt, anders als ursprünglich geplant, als Impfstoff nicht in Frage), fließen die Investitionsmittel in ein anderes Projekt (Glaxo kooperiert z. B. mit Morphoysys beim MOR103-Programm). Am Beispiel des österreichischen Wettbewerbers "Intercell" (der ursprünglich mal von Dr. Mattner mitgegründet worden war!) kann identifiziert werden, dass eine diversifizierte Lizenzierung verschiedener Präparate ein Bio-Tech Unternehmen attraktiver macht (Verschmelzung mit der Vivalis SA im Mai 2013). Haben die Affiris-AD02-Patente zurzeit an Wert erheblich eingebüßt (AD02 wird nicht weiterverfolgt)?

Plan B bei Finanzierungsausfall?

Werden die im Geschäftsbericht 2012 angekündigten Meilenstein-Zahlungen für 1. Q 2014, erfolgen? Sie waren "an den erfolgreichen Abschluss der klinischen Phase (von AD02) geknüpft". Einmal sollten es EUR 20 Mio. und einmal EUR 30 Mio. durch einen "Aktionär" sein. Allein für die Miet- und Leasingverträge wird Affiris in den nächsten 5 Jahren ca. EUR 4 Mio. aufwenden müssen.

Morphosys hat seinen Aktienkurs und damit einen theoretischen Börsenwert von EUR ca. 500 Mio (theoretisch ein Vorbild für Affiris) steigern können. Doch dieser Wert beruht auf zahlreichen Produktstrategien, erfolgreichen MS-, Krebs-, Rheuma, Asthma, Leukämie-Medikamenten, die dem Unternehmen laufende Einnahmen einbringen, nicht (nur) auf einem Ein-Produkt-Erfolg!

Kein Profi kauft die "Katze im Sack"

Bei realistischer Betrachtung fällt uns kein Szenario ein, bei dem ein Affiris-"Milliarden-Exit" eines oder mehrerer Affiris-Produkte Sinn ergeben würde. Die Käufer sind erfahrene Profis und lassen sich auf Trade-Sales nur ein, wenn der Erfolg nach Phase 2 und 3 erkennbar ist. Auch stellen die Käufer sicher, dass insbesondere auch das Affiris-Know-how langfristig zur Verfügung steht. Ein "Bilderbuchexit", wonach das operative Affiris-Management und die Affiris-Investoren mit einem "goldenen Handschlag" ausgelöst werden, halten wir für abwegig.

Wir bitten Sie daher um eine Stellungnahme zu unserer Einschätzung. Liegen wir Ihrer Meinung nach mit unserer eher pragmatischen Einschätzung richtig?

Vielleicht darf ich Sie dazu anrufen?

Gespräche mit dem MIG-Fonds-Management halten wir dann für sinnvoll, wenn eine Bestätigung der klinischen AD04-Ergebnisse vorliegen, die die in eigener Regie ermittelten Werte durch einen externen, unabhängigen Bio-Tech-Gutachter bestätigen. Zum Beispiel nach dem anerkannten CONSORT-Prinzip "Empfehlung zur Qualitätsverbesserung von Reports randomisierter Studien im Parallelgruppen Design".

Beste Grüße
Stephan Appel

Stephan Appel
Jaspersdiek 7
D 22399 Hamburg
Tel: 0049-(0)40-409725
Fax: 0049-(0)40-409866
www.check-analyse.de

E-Mail: check-appel@t-online.de

Wichtiger Hinweise: Diese Nachricht kann vertrauliche/rechtlich geschützte Informationen enthalten. Sofern Sie nicht der in dieser Nachricht genannte Adressat (oder ein für die Weiterleitung der Nachricht an den Adressaten Verantwortlicher) sind, ist es Ihnen untersagt, diese Nachricht zu kopieren oder an Dritte weiterzugeben. In diesem Fall löschen Sie bitte diese Nachricht und informieren Sie den Absender dieser Nachricht per Antwort-Nachricht. Die ungenehmigte Nutzung oder Verbreitung dieser Nachricht ganz oder in Teilen ist strengstens untersagt. Bitte beachten Sie ferner, dass E-Mails leicht manipuliert werden können. Daher ist der Inhalt dieser Nachricht nicht

rechtlich verbindlich. Der Inhalt dieser Nachricht ist nur rechtsverbindlich, wenn er schriftlich bestätigt wird. Die Unternehmensanalyse Stephan Appel kann nicht für die unrichtige oder unvollständige Übermittlung von in dieser Nachricht enthaltenen Informationen, für Verzögerungen beim Erhalt dieser Nachricht oder für Schädigungen Ihrer EDV-Systeme durch diese Nachricht verantwortlich gemacht werden. Unternehmensanalyse Stephan Appel

ENTWURF