Philip Nerb
Werteanalysen intelligenter Geldanlagen

Finance System Pharma Invest

Finance System gelingt mit dem vorgelegten ersten deutschen Pharma-Publikumsfonds erneut ein Novum. Die Marktrisiken sind durch klar definierte Zielinvestments relativiert, die externen Fachpartner können eine überzeugende Expertise nachweisen. Ein überzeugendes Angebot für den Rendite-Kick im diversifizierten Portefeuille.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst, Mitglied bei
Mensa in Deutschland e. V.

Der Initiator

Das Emissionshaus Finance System, München, gegründet im April 2005, versteht sich als Anbieterin innovativer Konzepte, die individuell sind und auf einer fachlich überragenden Basis aufbauen. Diesem Anspruch wurde Finance System 2005 mit der Emission des ersten deutschen Patenthandelsfonds gerecht, eines Modells, das sehr schnell Nachahmer fand. Ein Leistungsnachweis des damaligen exklusiv vertriebenen Fonds liegt nicht vor, da es sich seinerzeit nicht um einen Publikumsfonds handelte. Auch der vorliegende Fonds ist der erste seiner Art in Deutschland. Der Entscheidungsträger im Haus, namentlich der GGF Andreas Fritsch, hat das Fondsgeschäft bei einem großen Münchner Emissionshaus erlernt und in der Vergangenheit sämtliche Aspekte einer Fondsemission verantwortet. Finance System zeichnet sich als kleiner und innovativer Emittent aus. Die vorliegende Emission wurde über mindestens 2 Jahre vorbereitet. Für jeden einzelnen Aspekt in der Vorbereitungsphase wurden stets die renommiertesten Fachpartner eingekauft. Das läßt sich auch an den in den Fonds eingebundenen Partnern ersehen, die sämtlich über ein erstklassiges Renommee verfügen.

Auf Fragen im Rahmen der Analyse antwortete der Initiator umgehend und inhaltlich umfassend.

Schwächen | Für den ersten Fonds liegt kein Leistungsergebnis vor, da er nicht als Publikumsfonds aufgelegt wurde.

Stärken | Kleines Emissionshaus mit hoher Innovationskraft und einem exzellenten Netzwerk aus renommierten Fachpartnern.

Der Markt

Der Markt für Pharmazeutika kennt generell nur eine Tendenz, die des permanenten Wachstums. Laut einer Studie von PricewaterhouseCoopers (PwC) aus dem Jahr 2007[1], die den Pharmamarkt bis 2020 analysiert, soll sich der Marktumsatz bis dahin auf weltweit rund USD 1,3 Billionen mehr als verdoppeln. Die Hauptgründe liegen in der Maturierung bisher unterentwickelter Märkte in Asien und Südamerika. Dazu kommt die weltweite demografische

Entwicklung, die die Zunahme der Lebenserwartung abbildet. Steigender Wohlstand in Asien und ein dem Westen angepaßter Lebensstil verursachen in Asien automatisch eine Zunahme der typischen Wohlstandserkrankungen[2]. Hiervon wird vor allem die Pharmaindustrie profitieren.

Unter dem Strich bedeuten diese Ausführungen, daß der Markt der Pharmazeutika ein unglaublicher Wachstumsmarkt ist, in dem aufgrund des immensen Umsatzwertes mit sehr harten Bandagen gekämpft wird. Um hier mitmischen zu können, sollte man sehr etablierte Fachpartner wählen, die auch einen überzeugenden Leistungsnachweis liefern können.

Das Zulassungsrisiko für neuentwickelte Wirkstoffe ist beträchtlich: So kommen laut Statistik nur rund 3 % aller konventionellen Entwicklungen über den Entwicklungs- und Zulassungsprozeß in die erfolgreiche Vermarktung. Der Fonds wird diesen sehr risikoreichen Abschnitt im Produktlebenszyklus übergehen und im Reifestadium ansetzen: Hier ist das jeweilige Präparat etabliert und hat einen evaluierbaren Marktwert. Über eine Reformulierung (Änderung der Darreichungsform) lassen sich mehrere Vorteile vereinen: Die neue Darreichungsform des bekannten Wirkstoffs nutzt bei Markteinführung unter anderem den Bekanntheitsgrad der etablierten Formulierung; die Zulassung für die Reformulierung ist deutlich kostengünstiger und erfolgt schneller; durch die verbesserte Darreichungsform wird auch das Präparat verbessert (z.B. weniger Inhaltsstoffe nötig, oder schnellere Wirkung).

Wie andere Märkte auch läßt sich der weltweite Pharmamarkt in zahlreiche landesspezifische Teilmärkte differenzieren, die unterschiedliche Reifegrade aufweisen. Die Hauptabsatzgebiete für Pharmazeutika sind vor allem die USA, gefolgt von der EU und den aufstrebenden BRIC-Ländern[3]. Der Fonds wird einen Schwerpunkt auf den Schmerzmittelmarkt legen, 4 der Zielinvestments sind diesem Bereich zuzuordnen. Die Hauptmärkte hierfür sind die USA, Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien.

Für Investitionen in den Pharmamarkt gilt, wie stets: Kenne den Markt! Finance System legt dem Fondskonzept unter anderem eine sehr fundierte Analyse der zu entwickelnden Reformulierungen zugrunde. Da sämtliche Präparate den gleichen behördlichen Zulassungsweg (jeweils landesspezifisch) durchlaufen müssen, der bis zu 12 Jahre bei Neuentwicklungen in Anspruch nimmt[4] (bei Reformulierungen liegt die Zeitspanne in der Regel zwischen 3 und bis zu 5 Jahren), ist der Markt aufgrund von Publikationspflichten sehr transparent und gut evaluierbar. So läßt sich der Wettbewerb gut einschätzen, damit die Marktchancen für die Fondspräparate. Das Ausfallrisiko für Reformulierungen liegt laut Gutachten kumuliert bei 49 %. Das Zielportefeuille des Fonds weist durch die Streuung über mehrere Wirkstoffe, die nicht sämtliche Entwicklungsstufen durchlaufen müssen, ein Ausfallrisiko von knapp 40 % auf.

Die Vermarktung der einzelnen Wirkstoffe wird über etablierte Vertriebskanäle erfolgen: Dabei ist ein kompletter Verkauf denkbar, ebenso wie eine Lizenzvergabe für einzelne Territorien. Die Marktstrukturen für den Handel mit Pharmalizenzen sind völlig transparent. So läßt sich ein möglicher Käufer für etablierte Makler (beim Fonds: ClinPharm) bereits während der Produktentwicklung identifizieren und für einen Kauf / eine Lizenzierung interessieren.

Stärken | Sehr attraktives und transparentes Investitionsumfeld in den kommenden Jahren. Reformulierungen weisen ein überzeugendes Risikoprofil auf, bei vergleichsweise geringem Investitionsbedarf.

Die Zielinvestments

Der Fonds wird ein Portefeuille aus 6 pharmazeutischen Wirkstoffprodukten reformulieren. Alle Wirkstoffe sind bereits auf dem Markt etabliert und sollen über ihre neuen Darreichungsformen weitere Marktanteile gewinnen. Betrachtet man den klassischen Produktlebenszyklus, so befinden sich die 6 Zielinvestments in der Reifephase[5]. Die Produktlebenszeit läßt sich durch Innovationen wiederbeleben. Durch die Reformulierung wird ein reeller Mehrnutzen für den Markt geschaffen: Zum Beispiel können teils geringere Dosen verwendet werden, oder die Zeitspanne, bis die Wirkung des jeweiligen Medikaments eintritt, kann verkürzt werden.

Konkret besteht das Zielportefeuille aus Sildenafil (Viagra), Epinephrin (Adrenalin) und den Schmerzmitteln Ketamin, Oxycodon, Buprenorphin und Rizatriptan. Sollte eine der Reformulierungen den Entwicklungsprozeß nicht überstehen, wären Alternativen vorselektiert.

2013 läuft das Pfizer-Patent in Deutschland aus. Ratiopharm kündigte für diesen Zeitpunkt bereits ein billiges Sildenafil-Generikum an[6]. Mit diesem Produkt will Ratiopharm offensichtlich den Konzernumsatz um 50 % vergrößern[7], an diesen Planzahlen läßt sich das Marktpotential ablesen. Mindestens ebenso interessant ist der internationale Schmerzmittelmarkt. Aus Anlegersicht interessant ist der Entwicklungsansatz für die Reformulierungen: So soll bspw. Viagra als im Mund löslicher Dünnfilm (sog. Wafer) entwickelt werden. Damit ließe sich die Zeit bis zum Wirkeintritt des Wirkstoffs wohl deutlich abkürzen. Ähnliche nachvollziehbare Verbesserungen sind für alle Wirkstoffe geplant.

Die Fondseinnahmen sollen über Lizenzen erfolgen oder über Komplettverkäufe. In jedem Fall soll der interessierte Lizenznehmer / Käufer während der Produktentwicklungszeit Abschlagszahlungen leisten. Es erfolgt für jedes Zielinvestment eine laufende Projektkontrolle durch Pharma Control, eine Tochtergesellschaft der Emittentin. Parallel wurde mit der DQS Medizinprodukte GmbH ein Überwachungs- und Zertifizierungsvertrag geschlossen. Die Schutzrechte an den einzelnen Zielinvestments liegen vor. Für den Investor ergibt sich damit ein sehr überzeugendes Risiko-Profil:

Die Ausfallquote ist vergleichsweise niedrig. Sollte nur ein einziges Präparat die Erwartungen erfüllen, würde der Anleger sein Kapital zurückerhalten mit einer niedrigen Rendite. Die Entwicklungsrisiken der Zielinvestments sind ebenfalls vergleichsweise niedrig, da die Grundformulierung bereits langjährig erprobt ist. Das Marktumfeld ist in jedem Fall sehr positiv, hier sollten keine negativen Überraschungen zu erwarten sein. Zudem ist der Zielmarkt geographisch diversifiziert, mit einem Zusatzpotential für weitere künftig wichtige Märkte.

Die Einnahmen sind über die gesamte Fondslaufzeit (und darüber hinaus) kalkulierbar.

Stärken | Überzeugendes Risikoprofil. Sämtliche relevanten Details sind bereits vertraglich vereinbart.

Die Fachpartner

Generalunternehmer für die Umsetzung der Fondsziele ist die ClinPharm Reform GmbH, Ulm. Zweck des Unternehmens, das 2011 gegründet wurde, ist die Entwicklung von Arzneimitteln und deren Vermarktung. Hauptgesellschafter ist die Clinpharm Support GmbH, Basel / CH. Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Wilderich Fuchs, Gesellschafter der Emittentin. Damit kann das Emissionshaus eine unmittelbare Kontrolle auch auf Gesellschaftsebene ausüben. ClinPharm verantwortet in einem klar definierten Rahmen die komplette Umsetzung der Anlagestrategie. Dabei erfolgen eine laufende Berichterstattung und eine Leistungsprüfung mittels Meilensteinen. ClinPharm wird geeignete Subunternehmer beauftragen, die in jedem Fall von der Fondsgesellschaft genehmigt werden müssen. Ein bereits genehmigter Subunternehmer ist die LTS Lohmann Therapiesysteme AG, die 5 der 6 definierten Wirkstoffprodukte entwickeln soll. LTS hat vor 25 Jahren die Wafertechnologie entwickelt und zählt mit dieser Technologie bis heute zu den Marktführern. Die Hauptkompetenzträger bei ClinPharm sind Halvor Jaeger und Hermann Lübbert. Per vitam weisen beide eine jahrzehntelange Erfahrung in der Arzneimittelentwicklung vor. Zudem verfügen beide offensichtlich über einen sehr guten Zugang zu internationalen Netzwerken, was für die Vermarktung der Zielinvestments wichtig sein wird. ClinPharm übernimmt gegenüber der Fondsgesellschaft etwaige Gewährleistungsansprüche aus Schäden Dritter. Dieser Aspekt ist vor dem enormen Schadenspotential im pharmazeutischen Bereich essentiell.

Als Gutachterin fungiert die IMS Health GmbH & Co. OHG, 1999 gegründet, mit Sitz in Frankfurt am Main. Die Muttergesellschaft IMS wurde 1954 gegründet und ist weltweit in über 100 Ländern vertreten als Berater und Gutachter im Pharmamarkt.

Der Fonds wird durch einen Fachbeirat beraten. Diesem gehören neben der IMS ein Patentanwalt als Vertreter einer international renommierten Patentanwaltskanzlei mit Sitz in München und Hamburg[8] und ein in der pharmazeutischen Wirkstoffentwicklung erfahrener und renommierter Arzt an. Die einzelnen Beiräte sollen ihre Expertise fachbezogen einbringen. Die Beiräte werden über eine Jahresgebühr hinaus am Verwertungserfolg beteiligt.

Stärken | Die eingebundenen Fachpartner sind international etabliert, die Kontrollmechanismen sehr engmaschig.

Das Konzept

Die Finance System lädt den Anleger ein, sich über klar definierte Zielinvestments am Wachstumsmarkt Pharmazeutika zu beteiligen. Das Zielportefeuille besteht aus 4 Schmerzmitteln, Adrenalin und Viagra. Dabei sollen keine Neuentwicklungen vorgenommen werden, sondern bereits erprobte Arzneimittel quasi verbessert auf den Markt gebracht werden. Der Fonds hat die Lizenzen für die wichtigsten Zielmärkte erworben. Dabei existiert ein ausgeprägtes Mehrpotential aus neuen Märkten wie Brasilien oder Indien, für die noch keine Erfahrungswerte vorliegen, die aber deutliche Parallelentwicklungen zu westlichen etablierten Märkten aufweisen. Sowohl die demographischen als auch die gesellschaftlichen Entwicklungen sorgen für einen stabil steigenden Nachfragemarkt. Die Wirtschaftlichkeitsberechnungen basieren auf Marktuntersuchungen und einem Gutachten des Fachpartners, der auch (nachrangig) am wirtschaftlichen Erfolg beteiligt ist. Trotz offensichtlich konservativ gerechneter Prognosen soll der Anleger bei einer geplanten Laufzeit von 10,5 Jahren (nach Vollplazierung spätestens im

September 2013) kumulierte Ausschüttungen von 444 % (nach Steuern) erhalten. Die Weichkosten fallen mit 14,57 % (incl. Innenagio) sehr gut aus. Unter dem Strich soll für den Anleger eine IRR-Rendite von über 22,5 % p.a. nach Steuern übrig bleiben – gemessen am sehr überzeugenden Risikoprofil ein mehr als überragendes Ergebnis. Tatsächlich stellt neben der Fondsidee auch die zu erwartende Rendite ein Novum im Markt der deutschen geschlossenen Publikumsfonds dar. Den Anbieter – vor allem Andreas Fritsch – kenne ich seit 2005 sehr gut und bin von der sehr hochwertigen Arbeitsweise im Haus überzeugt. Vor dem Hintergrund meiner persönlichen Überzeugung sowie der Qualität der eingebundenen Partner halte ich das Angebot für außergewöhnlich attraktiv. Die Angebotsqualität dürfte, ähnlich wie beim ersten Fonds von Finance System, dafür sorgen, daß vor allem sehr kapitalstarke Investoren dem Fonds beitreten werden. Und diese Zielgruppe ist im vorliegenden Fonds sicher gut aufgehoben.

Die Investition läuft auf Fondsebene ohne Fremdfinanzierung, aufgrund der internationalen Ausrichtung des Zielportefeuilles liegt ein USD-Währungsrisiko vor. Vor dem Hintergrund des schwächelnden Euros stellt diese Währungsabhängigkeit gleichzeitig eine ausgeprägte Chance dar.

Der Initiator erhält den größten Teil seiner Entlohnung parallel zu den Fachpartnern aus dem Anlageerfolg: Erst nach der kompletten Rückzahlung der Anlegergelder werden die Mehrrückflüsse hälftig an die Anleger und die Gruppe Fachpartner/Initiator aufgeteilt. Dies halte ich für eine angemessene Regelung.

Stärken | Innovatives Konzept mit gutem Risikoprofil und außerordentlichem Ertragspotential. Stringente Kontrollmechanismen auf sämtlichen relevanten Ebenen. Marktumfeld ist sehr positiv, dazu besteht ein Mehrertragspotential aus noch nicht entwickelten Märkten.

Die Zielgruppe

Mit der Mindestanlagesumme von €10.000 liegt das Angebot im heute üblichen Bereich. Damit kann auch ein durchschnittlicher Anleger Anteile zeichnen, um sein Portefeuille abzurunden. Tatsächlich denke ich, daß das vorliegende Angebot aufgrund seines neuartigen Charakters im deutschen Fondsmarkt vor allem für kapitalkräftige und erfahrene Anleger geeignet ist. Auch wenn die zu erwartende Rendite exorbitant ist, sollte der Fonds kein Erstinvestment darstellen, sondern eher einen Rendite-Kick. Der erste Fonds aus dem Hause Finance System 2005 wurde exklusiv durch eine sehr renommierte Privatbank hausintern plaziert. Die damit erreichte Zielgruppe wäre meiner Meinung nach auch für den vorliegenden Fonds prädestiniert.

Stärken | Sehr innovativer Charakter des Fonds dürfte vor allem erfahrene Anleger ansprechen.

Summa summarum

halte ich den Fonds „Pharma Invest“ der Finance System, München, für ausgezeichnet. Sämtliche Eckparameter der Investition sind vertraglich gesichert. Die Rückflüsse sind, gemessen am Risiko-Profil, außerordentlich. Die externen Partner sind international renommiert. Aufgrund des für deutsche Anleger neuen Marktfeldes kommt der Fonds wohl besonders für kapitalstarke und erfahrene Anleger infrage. Meiner Meinung nach verdient das Angebot eine Bewertung mit ***„ausgezeichnet“ (1).*** ■

[1] Diese und alle weiteren Quellenangaben finden Sie auf www.werteanalysen.de. Geben Sie dazu im Suchfeld #465 ein.

Zahlen und Fakten

Investitionsfokus	Reformulierung von aktuell 6 ausgewählten Arzneimitteln
Steuerliche Einordnung	Einkünfte aus Gewerbebetrieb
Laufzeit	geplant 10,5 Jahre nach Vollplazierung, erstmalige Kündigung durch Anleger zum 31. 12. 2025
Mindestbeteiligung	€10.000
Kommanditkapital	€60 Mio.
Mindestkapital	€20 Mio.
Plazierungsende	bei Vollplazierung, oder bis 30. 09. 2013
Fremdfinanzierung	nein
Ausschüttungen	kumuliert 444 %
Rendite	prognostiziert 22,5 % (IRR) nach Steuern
Weichkosten	14,57 % (incl. Innenagio 4 %)
Investitionsquote	71,67 % (zzgl. Liquiditätsreserve)
Liquiditätsreserve	€8,105 Mio.
Treuhandkommanditistin	Finance System Treuhand Vermögensverwaltung GmbH, München
Mittelverwendungskontrolle	Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Köln
Fachbeirat	IMS Health, Patentanwalt und Fachmediziner
Auswahl Zielinvestments	als Generalunternehmer ClinPharm Reform GmbH, Ulm
Bewertungsgutachten	IMS Health GmbH & Co. OHG (August 2011)
Projektkontrolle	Pharma Control GmbH, München; Emittententochter
Vertriebskoordination	Finance System GmbH & Co. KG, München
Alleinstellungsmerkmale	Erster deutscher Publikumsfonds für den Zielmarkt pharmazeutische Wirkstoffe, die reformuliert, selbst entwickelt und vermarktet werden. Außergewöhnlich hohes Renditepotential bei einem möglichst positiven Risikoprofil. Innovatives Konzept, vor allem für erfahrene Anleger geeignet.