

## FINANZEN

# Zwischen Kapitalmarktkrise und tiefen Pharma-Taschen

Es könnte der Biotechnologie schlechter gehen. Zwar verknappt die Finanzmarktkrise weltweit das Geld, doch gilt die Pharmaindustrie als weitgehend resistent. Venture Capital-Investoren hoffen, dass sich diese Nachricht auch bei ihren Geldgebern herumspricht.

Welches investierte Geld ist in diesen stürmischen Tagen eigentlich kein Wagniskapital? In Zeiten, in denen DAX-Werte 50% an einem Tag steigen (und auch wieder fallen) und andere mit der Insolvenz kämpfen, erscheinen Biotech-Aktien geradezu wie ein Hort der Stabilität. Während Dow und Dax seit Jahresbeginn 32% beziehungsweise 42% verloren haben (Stand 17.10.), schlugen sich spezialisierte Biotech-Indices wesentlich besser: Der Amex- und der Nasdaq-Biotech-Index verloren jeweils nur rund 18%, der Prime IG Biotech-Index der Deutschen Börse seit Jahresbeginn nur 19%.

Sowohl den börsennotierten als auch den privaten Biotech-Unternehmen scheint das aber wenig zu nützen: Der Kapitalmarkt hat derzeit trotzdem nur wenig Appetit auf Biotechnologie. Zahlen verdeutlichen dies: Das investierte VC-Volumen in Deutschland ist nach *ltranskript*-Berechnung in den ersten drei Quartalen um rund 50% eingebrochen. Substantielle Biotech-Neu-Investments ka-

men entweder nur von den Strüngmann-Brüdern – als Milliardäre kaum von der Krise betroffen – oder den MIG-Fonds, die sich erfolgreich aus den Geldern von wohlhabenden Privatleuten speisen.

### Börsengänge nicht in Sicht

Düster sieht es auch bei der Finanzierung der börsennotierten Firmen aus. Nach einer nicht-repräsentativen Umfrage auf der BioPolitik-Konferenz der BIO Deutschland rechnete keiner der befragten Unternehmer damit, dass es in diesem oder im kommenden Jahr überhaupt zu einem Biotech-IPO kommen könnte. Seit Wilex (Ende 2006) und Vita34 (Frühjahr 2007) hat sich kein Biotech-Unternehmen an die deutschen Börsen getraut. Entsprechende Pläne wurden vor allem im vergangenen Jahr reihenweise beendet. In der Schweiz sieht es seit dem Ad-dex-IPO (Mai 2007) kaum besser aus. Auch



der börsennotierte VC-Finanzierer HBM Bioventures hat seit dem eigenen Listing Anfang 2008 den Kapitalmarkt noch nicht überzeugt. In Österreich ist mit Intercell weiterhin nur ein Biotech-Unternehmen börsennotiert. Geld fließt momentan nur von Pharmaseite, wo es nicht knapp ist (vgl. S. 48). *DATAMONITOR* hat auf den Konten der Top20-Pharmaunternehmen 150 Mrd. US-\$ in bar ausgemacht, die für Investitionen unter anderem in neue Therapieansätze zur Verfügung stehen. Damit dürfte die Finanzkrise die Pharmaindustrie nicht in ihrer Liquidität beeinflussen. So sieht es auch Regina Hodits, Partner in Atlas Ventures Münchener Büro: „Das gute an der Biotechnologie ist, dass sie mit der Pharmaindustrie einen Exit-Markt hat, der nicht von der Finanzkrise betroffen ist. Das ist ein unschätzbbarer Vorteil“.

Die Pharmaindustrie könnte sogar profitieren, vermutet ein von *ltranskript* befragter Insider augenzwinkernd: „Politiker kümmern sich gerade ausschließlich um Finanz- und nicht mehr um Gesundheitsthemen. Budgetkürzungen und weitere Reformen im Gesundheitswesen sind daher in naher Zukunft nicht zu befürchten.“

### Partnering wird noch wichtiger

Gut für die Biotechnologie, da die Deal-Zahl wohl nicht einbrechen dürfte. David Brennan, CEO AstraZeneca, sieht für sein Unternehmen Chancen: „Die aktuelle Krise

### Finanzierungsrunden privater Biotech-Firmen in den ersten drei Quartalen 2008

Unternehmen	Summe (Euro)	Lead-Investor
Apogenix GmbH	27,5 Mio. Euro	Dietmar Hopp
Pieris AG	25 Mio. Euro	Orbimed Advisors LLC
Supremol GmbH	15,7 Mio. Euro	Santo, MIG
Mtm Laboratories AG	9,6 Mio. Euro	NTEC
Direvo Industrial Biotech	8,0 Mio. Euro	Wölbern, NRW.Bank
Caprotec Bioanalytics GmbH	6 Mio. Euro	VC Fonds Berlin
Revotar	5,3 Mio. Euro	IBG
Signature Diagnostics AG	5,1 Mio. Euro	VRP, EVP, IBG
Corimmun GmbH	5 Mio. Euro	MIG
Affimed Therapeutics AG	5 Mio. Euro	Novo Nordisk
IonGate GmbH	4,6 Mio. Euro	Heidelberg Innovation, KfW
Protagen AG	1 Mio. Euro	MIG AG
m2p labs GmbH	0,6 Mio. Euro	Seed Fonds Aachen
<b>Summe 1. HJ 2008</b>	<b>118,4 Mio. Euro</b>	<b>(Vorjahr: 210,4 Mio. Euro)</b>

macht es für kapitalstarke Pharmafirmen wie AstraZeneca noch wichtiger, weitere Partnering-Deals einzugehen. Starke Unternehmen sitzen nicht einfach herum und warten darauf, dass sich der Sturm an den Finanzmärkten verzieht. Für AstraZeneca hat Partnering Priorität.“ Passend dazu hat sich nach Angaben des US-Magazins BIOWORLD die Zahl der weltweiten Deals im Zeitraum 1997 bis 2007 von 600 auf 1.200 verdoppelt. Entsprechend boomen Veranstaltungen wie die BIO-Europe, die in diesem Jahr vom 17. bis 19. November stattfindet. Am diesjährigen Veranstaltungsort Mannheim werden mehr als 2.300 Teilnehmer erwartet.

### Exits für 780 Mio. Euro

Geld aus der Pharmaindustrie fließt derzeit reichlich – vor allem nach Deutschland: Mit den Exits von U3 Pharma (150 Mio. Euro), Amaxa (Sal. Oppenheim-Schätzung: 90 Mio. Euro), Jerini (330 Mio. Euro) sowie Direvo (210 Mio. Euro) flossen etwa 780 Mio. Euro in die Taschen der Investoren zurück. Hinzu kommt das Teil-Exit bei der Mainzer Ganymed AG, die von den Strüngmann-Brüdern ihren bisherigen Investoren kurzerhand abgekauft wurde. Damit realisierten Biotech-Geldgeber in Deutschland so hohe Gewinne wie seit der Millenniums-Euphorie nicht mehr. „Das sind keine Eintagsfliegen, im deutschsprachigen Europa gibt es gute Chancen“, so Investorin Hodits. So freuen sich auch in der Schweiz Aktionäre über den großvolumigen Verkauf von Speedel an Novartis, über den rund 1 Mrd. CHF zurückfloss. Krise?

Die deutschen Venture Capital-Investoren reden über diese Erfolgsgeschichten und den damit verbundenen, ansprechenden Multiples naturgemäß gerne, im Fundraising profitieren sie von diesen Erfolgsnachrichten bisher nicht. „Das eine Prozent des verwalteten Vermögens, das Versicherungskonzerne oder Banken bisher in Wagniskapital investiert haben, sparen sie jetzt in der Krise. Auch die VCs können sich dem knapper werdenden Geld nicht entziehen“, meint Dr. Herbert Stadler, CEO der Affectis Pharmaceuticals AG. Tatsächlich: Obwohl Venture Capital-Gesellschaften auf breiter Front nach Geld suchen, konnte mit der SHS in diesem Jahr bisher nur ein Fonds geschlossen werden. Markus Schillo, Principal beim European Investment Funds, der in vielen Biotech-VC-Fonds investiert ist, prophezeit im Interview (vgl. S. 47) das Ende einiger deutscher Gesellschaften. Die Lücke könnten seiner Ansicht nach ausländische VCs füllen, die im ausgetrockneten Deutschland einen „Kern-Markt“ sehen. „Gute Firmen werden immer eine Finanzierung finden“, beruhigt Schillo. ■

## Finanzkrise auch in der Biotechnologie?



**Ute Mercker** (Prokuristin IBB Beteiligungsgesellschaft): „Die IBB Beteiligungsgesellschaft und ihre verwalteten Fonds sind von der Finanzmarktkrise nicht direkt betroffen. Wir investieren aus unserem neuen Fonds und freuen uns über interessante Anfragen. Biotech-IPOs als Finanzierungsinstrument sind mittelfristig nicht zu erwarten, daher werden VC-Fonds intern Kapital für Folgefinanzierungen reservieren. Da wir gern Konsortien bilden, werden wir diese Auswirkung der Krise auch spüren. Die attraktiven Trade Sales der letzten Monate werden im Rahmen der allgemeinen Vertrauenskrise unrealistisch, zumal die Bewertungen sich an Börsenkursen orientieren.“



**Michael Nettersheim** (Portfolio-Manager High-Tech-Gründerfonds): „Obwohl Biotech-Firmen oft Eigenkapital-finanziert sind, werden auch sie die Finanzkrise spüren. Auch sie können sich nicht von sinkenden Börsenkursen abkoppeln. Trotzdem hat sich gerade in diesem Jahr gezeigt, dass mit Biotechnologie Geld zu verdienen war. Das haben die Exits von Direvo, Jerini, Amaxa und U3 Pharma trotz eines ganzjährig schwachen Marktes gezeigt. Natürlich wird dieses Geld zunächst an die Investoren der Fonds gehen. Wir sind optimistisch und denken, dass über die Exits ein positiver Eindruck hängenbleibt und das Geld wieder in junge Biotechs zurückfließt.“



**Ludwig Felber** (Managing Director Viscardi AG): „Die Finanzkrise hat den Markt für das Fundraising von VC-Fonds ausgetrocknet. In den USA haben die Kapitalmärkte zu Liquiditätsschwierigkeiten bei potentiellen IPO-Kandidaten geführt, die sich in sinkenden Bewertungen bemerkbar machen. Der günstige US-Dollar unterstützt Investitionen in den USA. Somit besteht die Befürchtung, dass weiterhin Kapital aus Europa abfließt. Auf Investorenkonferenzen machen sich die VCs derzeit etwas rar, einige haben die Bücher für dieses Jahr schon geschlossen. Die kommenden zwölf bis achtzehn Monate werden die vielleicht spannendsten überhaupt.“



**Dr. Thomas Klau** (CFO MediGene): „Auch während der Finanzkrise braucht die Menschheit gute Wirkstoffe – Kranke können nicht warten. Der Markt bleibt erhalten. Biotech-Aktien sind trotzdem stark gefallen, europäische Werte wurden besonders in Mitleidenschaft gezogen. Angelsächsische Investoren haben hier schneller liquidiert, da sie aufgrund der günstigen Wechselkursverhältnisse noch Gewinne verzeichneten. Kapitalerhöhungen führen so zu höheren Verdünnungen und werden nicht mehr so einfach akzeptiert. Kreative Finanzierungen wie Auslizenzierungen oder die Monetarisierung künftiger Erträge werden stärker in den Vordergrund rücken.“



**Reinhold Lauer** (Vorstand UHY AG): „Es zeichnet sich ab, dass die Finanzkrise nicht mehr allein eine Finanzkrise bleibt, sondern sich auch auf die sogenannte Realwirtschaft auswirkt. Es bleibt zu hoffen, dass die Bundesregierung ihre High-Tech-Unternehmen nicht vergisst und auch weiterhin Biotechnologie fördert. Das Geld wird allgemein knapper, was letztlich auch die privaten Venture Capital-Fonds erreicht, die sich vor allem über Fremdkapital refinanzieren. Das wird den Sektor mittelfristig belasten. Es bleibt zu hoffen, dass die deutschen Biotech-Unternehmen durch gute Ergebnisse überzeugen. Dann fließt auch Geld.“

## III VENTURE CAPITAL

# „Es wird keine Pleitewelle geben“

Dr. Markus Schillo, ERP-EIF Dachfonds

### I transkript

Wie sehen Sie momentan die VC-Welt in Europa?

#### Schillo

Es gibt in Europa und in Deutschland gute VC-Gesellschaften. Das große Problem ist, dass die Performance bisher nicht gut genug war, um mit anderen Anlageformen mithalten zu können. Speziell die seit dem Jahr 2000 aufgelegten Fonds haben bislang bescheidene Renditen gezeigt. Daher haben viele von ihnen Schwierigkeiten, neues Geld einzusammeln. Man muss der Fairness halber aber anfügen, dass die Entwicklungszyklen in der Biotechnologie lang sind und sich die Performance einiger VC-Fonds erst in der Endphase positiv entwickeln könnte. Für junge Teams ohne weit zurückreichenden Track Record stellt dies ein Problem dar.

### I transkript

Es gibt doch viele Biotech-VCs, die eine positive Performance für sich reklamieren. Warum haben diese Probleme, Investoren zu überzeugen?

#### Schillo

Im Kern geht es dabei um realisierte Renditen – also um Geld, das zurückgezahlt wird. Es gibt seit rund zehn Jahren eine kritische Masse an Biotech-Unternehmen in Deutschland – eine Folge der Aktivitäten der öffentlichen Hand. Viele Unternehmen wurden über mehrere Fondsgenerationen finanziert und sind immer noch auf VC angewiesen. Erfolgreiche Exits sind nur selten erfolgt. Das Geld vieler Limited Partners (LP), also der Investoren der VC-Fonds, steckt somit noch in diesen Unternehmen, also in den Fonds. Selbst wenn deren Buch-Performance positiv ist, sind die LPs noch voll im Risiko, weil die Gewinne bisher nur auf dem Papier existieren. Ohne signifikante Rückflüsse scheuen sich viele Alt-Investoren aber derzeit, in die nächste Fondsgeneration zu investieren.

### I transkript

Ist das ein deutsches Problem?

#### Schillo

Nicht ausschließlich. In Deutschland fehlt jedoch der Heimatmarkt für institutionelle LPs. Der ist momentan für Biotech-VC schlicht nicht existent. Entsprechend hat sich der öffentliche Anteil an den VC-Fonds in den vergangenen drei Jahren deutlich erhöht. Vor einigen Jahren war das anders, da haben auch deutsche Banken oder Versicherungen mitgezogen und so das Fehlen von Pensionsfonds, wie es sie in anderen Ländern gibt, ausgeglichen. Wenn heute ein deutscher VC im Ausland um Investoren wirbt, muss er sich oft die unangenehme Frage stellen lassen, warum niemand aus seinem Heimatland investiert.

### I transkript

Welche Rolle spielt die aktuelle Finanzkrise?

#### Schillo

Sie führt einerseits dazu, dass Geldgeber ihr Risiko minimieren und vorsichtiger investieren. Da besonders im Life Sciences-Bereich viele der existierenden VCs derzeit eine neue Fondsgeneration einwerben müssen, sehe ich ein ernsthaftes Problem kommen, sollte die Krise und die daraus folgende Risikoaversion länger anhalten. Die Krise hat aber auch positive Effekte für VC: Sie erschwert das Geschäft der fremdkapitalfinanzierten Buy-out-Fonds, die um ähnliche Gelder konkurrieren und derzeit deutlich profitabler sind als Venture Capital. Die Renditen der kreditfinanzierten Buy-outs dürften zurückgehen. Im Gegensatz dazu hat die Biotechnologie gerade in jüngster Zeit durch Exits mit guten Renditen aufhorchen lassen. Wir erwarten übrigens noch mindestens zwei hervorragende Exits im deutschsprachigen Raum innerhalb der kommenden sechs bis neun Monate. Ich hoffe, dass damit das Augenmerk wieder mehr auf Biotechnologie gelenkt wird.



Markus Schillo, Principal  
European Investment Fund (EIF)

Schillo stieß 2006 zum Team des EIF, das Fonds-Investments tätigt. Zuvor war er in verschiedenen Positionen im VC-Bereich tätig, darunter als CEO von BioFutura Equity Partners, einem Sub-Portfolio von AXA Private Equity. Schillo studierte Biologie an der Uni Karlsruhe und promovierte in Neurobiologie.  
Kontakt: m.schillo@eif.org

## Hintergrund

**Der Europäische Investment Fonds (EIF)** ist die auf VC und Garantieinstrumente für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) spezialisierte Institution der Europäischen Union. Als einer der größten Frühphasen-VC-Investoren in Europa hat der EIF bislang rund 4,4 Mrd. Euro in rund 270 VC-Fonds investiert. Im VC-Geschäft agiert der EIF nur als Dachfonds, Investitionen werden also nur in VC-Fonds und nicht direkt in KMU getätigt. Es werden professionelle Managementteams unterstützt und eine marktgerechte Rendite auf das investierte Kapital angestrebt. Anteilseigner des EIF sind die Europäische Investitionsbank (64%), die Europäischen Kommission (27%) sowie private und öffentliche Finanzinstitutionen aus verschiedenen EU-Ländern (9%). Die **ERP-EIF-Fazilität** – ein mit 500 Mio. Euro dotiertes Investitionsprogramm für Beteiligungen an VC-Fonds, die deutsche Früh- und Wachstumsphase-Unternehmen finanzieren – ist eine Initiative des BMWi zur Anregung des deutschen VC-Marktes und mittelbar zur Förderung von deutschen Technologieunternehmen. Das BMWi sagt im Rahmen dieser Maßnahme 250 Mio. Euro aus dem ERP-Sondervermögen zu, welche durch 250 Mio. Euro des EIF ergänzt werden. Der EIF ist mit dem Fondsmanagement beauftragt.

## transkript Wessen Augenmerk?

### Schillo

Zum einen das der LPs, da VCs spürbar Gewinne realisieren können. Aber auch das Augenmerk von ausländischen VC-Fonds, welche direkt in Firmen investieren. Wir spüren vor allem hier ein stark gestiegenes Interesse. Es waren bereits eine Handvoll ausländischer Finanziere bei uns, die sich für Investments in Deutschland interessieren. Sie bezeichnen das Land als einen Kern-Markt und sehen hier großes Potential. Ich bin mir sicher: Gute Firmen werden immer eine Finanzierung finden. Ich glaube nicht an eine große Pleitewelle.

## transkript Gibt es Alternativen zu VC?

### Schillo

Wir sind gerade in Gesprächen mit Business Angels, die ihr Investment professionalisieren und in eine Fondsstruktur mit Kapital von institutionellen Anlegern gießen wollen. Das wären neue „Teams“ mit anderer Herangehensweise. Sie wollen schlank aufgestellte Firmen und Projekte, die auf eine Veräußerung in wenigen Jahren ausgerichtet sind. Veräußerung heißt hierbei jedoch nicht automatisch Trade sale – auch eine Kombination von mehreren solcher „Projekte“ zu einer selbständigen Einheit ist denkbar. Noch sind die Gedanken hier sehr am Anfang – wir hoffen jedoch hier in den nächsten Monaten weiterkommen zu können.

## transkript Gibt es also Besserung im Bereich der Frühphasenfinanzierung?

### Schillo

Ich gehe davon aus, dass es in den nächsten Wochen noch zwei weitere Biotech-VCs schaffen werden, einen neuen Fonds in signifikanter Höhe zu schließen. Diese planen beide, einen großen Teil in deutsche Firmen in der Frühphase zu investieren – es gibt also noch gute Nachrichten! Interessanterweise haben diese VCs eine sehr starke LP-Basis außerhalb von Deutschland. Der EIF unterstützt im Rahmen seines TTA (Technology-Transfer-Accelerator)-Programms europaweit Frühphasen-Teams. Auch in Deutschland wird es sicherlich die eine oder andere Gelegenheit geben.

## transkript Werden VCs ihre Strategie verändern?

### Schillo

Denkbar ist vieles: Fokussierung auf weniger riskante Phasen der Unternehmens-

entwicklung, weniger Cash-intensive Geschäftsmodelle, kleinere Investments oder eine stärkere Syndizierung. Zudem werden die VCs versuchen, die Investitionszyklen zu verkürzen, so dass für das einzelne Unternehmen weniger Geld bis zum Exit benötigt wird. Der Trade sale wird zukünftig primärer Exitkanal sein. Eins ist doch klar: Der Börsengang ist derzeit keine realistische Möglichkeit für einen echten Exit. Die bisherigen IPOs waren zumeist auch nichts anderes als eine weitere Finanzierung. Zudem haben sich viele VCs nicht als besonders gute Aktienhändler erwiesen und oft den richtigen Zeitpunkt für einen (Teil-) Verkauf verpasst. Die Börse hat Schwierigkeiten, kleine Biotech-Unternehmen realistisch zu bewerten. U3 Pharma ist ein gutes Beispiel: Ich glaube nicht, dass eine Firma ohne klinisches Produkt an der Börse mit 150 Mio. Euro bewertet worden wäre. Daiichi Sankyo hat diesen Preis bezahlt.

## transkript Wenn die Börse als Finanzierungsalternative ausfällt, viele VCs nicht mehr liquide sind, bekommt dann die Pharmaindustrie als letzter verbliebener Käufer nicht mehr Macht? Werden die Preise dann nicht fallen?

### Schillo

Der Wettbewerb zwischen Börse, VCs und Pharma war nie der ultimative Hebel für hohe Exit-Preise, die in der Vergangenheit bezahlt wurden. Das war immer die Konkurrenz zwischen Pharmafirmen untereinander, manchmal auch einfach deren Bedürfnis, sich schon früh den Zugriff auf ein potentielles Produkt oder eine interessante Technologie zu sichern. Insofern habe ich keine Angst, dass die Exit-Preise fallen werden.

## transkript Wird es eine Konsolidierung geben? Werden Fonds zusammengelegt?

### Schillo

Es gibt Gespräche, das weiß ich. Allerdings ist das Thema komplex. Daher halte ich eine große Konsolidierungswelle unter den Fonds für unwahrscheinlich. Wenn zwei zusammengehen heißt es, dass eine Partei zurückstecken muss. Die Verwaltungsgebühr der Fonds ist auf die Größe des Management-Teams angepasst. Die erforderlichen Anpassungen dürften schwierig sein. Außerdem: Warum sollte eine Partei, die gerade dabei ist, einen großen Fonds erfolgreich zu schließen, eine andere aufnehmen? Welcher Vorteil sollte für sie dadurch entstehen? Warum sollte andererseits ein LP



## Exit-Kanal Börse: auf absehbare Zeit verstopft?

Geld in einen Fonds investieren, der aus zwei Teams besteht, die es jeweils alleine nicht geschafft haben, Geld einzusammeln? Einzelne Teams werden sich auflösen und deren Mitglieder in anderen Teams aufgenommen werden. Wäre es nicht auch besser für die Branche, wenn schwache Teams verschwinden würden?

## transkript Warum differenzieren sich die VCs so wenig voneinander? Von außen betrachtet scheinen sie entweder zeitgleich große Runden zu finanzieren, sich gemeinsam zurückzuhalten oder alle auf ein Gebiet zu stürzen. Woher kommt dieses zyklische Verhalten?

### Schillo

Ist das nicht menschlich? Nach dem Motto: Wenn ich der einzige bin, muss ich mich rechtfertigen, die Masse muss das nicht. Es gibt allerdings Ausnahmen, die dieses Risiko auf sich nehmen und eine eigene Investmentstrategie haben. Wir sehen das übrigens gerne, vor allem wenn die Strategie schon mit Erfolgsbeispielen belegt ist. Schauen Sie sich an, an welchen Closings reiner Life Science-Fonds der ERP-EIF Dachfonds in den letzten 12 Monaten in Deutschland teilgenommen hat: Wellington Life Science und SHS. Beide verfolgen eine Strategie, die sicherlich nicht als Mainstream bezeichnet werden sollte. ■