

Der Markttechniker

Syngenta – keine Trendwende

In der «Financial Times» vom 23. Oktober 2009 berichtet der geschätzte Kolumnist Martin Wolf von einem Besuch bei Rolls Royce, dem Hersteller von Flugzeugtriebwerken Rolls Royce. Er sei enorm beeindruckt gewesen. Flugzeugturbinen herzustellen, die unter extremen Temperaturen ihren Dienst verrichten, sei eine ausserordentliche Errungenschaft. Warum, fragt Wolf, funktioniert die Finanzindustrie nicht auf diese Art und Weise? Zuerst dachte ich, die Frage sei rhetorisch und werde bis zum Ende der Kolumne schon richtig eingeordnet. Doch weit gefehlt.

Soweit die einzelnen Teile eines Düsentrriebwerkes miteinander interagieren, tun sie dies auf genau berechnete und auf alle anderen Düsentrriebwerke gleicher technischer Spezifikation übertragbare Art und Weise. Diesen Teilen fehlt ein Gehirn, welches ständig auf Kognition aus ist und Emotionen produziert, die wir – wie wir von der zeitgenössischen Gehirnforschung wissen – nicht wirklich kontrollieren können. Im Gegenteil, es besteht immer die Gefahr, dass diese unseren Verstand kontrollieren.

Werden die Lehren gezogen?

Solange das Verständnis dafür fehlt, wie der einzelne Mensch in einem von hoher Kommunikationsintensität gekennzeichneten System grundsätzlich funktioniert, wie weit er seine Authentizität aufrecht erhält oder sich durch Handlungen anderer beeinflussen lässt, werden aus der neusten Krise einmal mehr nicht die richtigen Lehren für Regulierung, Anlageprozesse und Risikomanagement gezogen werden.

Mathematik hat in die Finanzwirtschaft Einzug gehalten. Das ist in Ord-

nung, soweit sie zur Erarbeitung der Grundlagen dient, die mit dem berühmten gesunden Menschenverstand interpretiert werden und zu angemessenen Entscheidungen führen soll. Und dieser berühmte Menschenverstand soll nicht aus der Introspektion geholt werden, wo die eigenen Fehlschlüsse beim Aufbau eines «Erfahrungsschatzes» zu einer Art mentalen Inzestzucht führen, sondern in einer stetigen und nicht abreisenden interdisziplinären Auseinandersetzung permanent weiterentwickelt und geschärft werden.

Die Quo-vadis-Frage

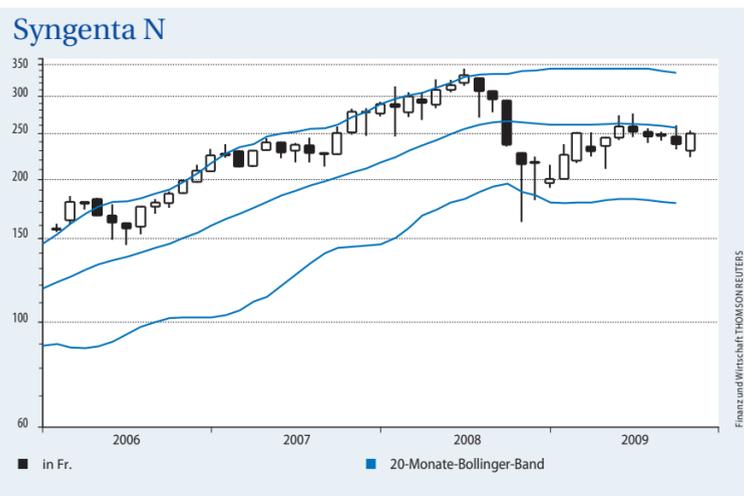
Wer mehr dazu lesen möchte, findet einen Aufsatz auf meiner Homepage, abgelegt unter «Aktuelle Forschung», «Behavioral Finance», den Titel tragend «Be-

havioral Finance Quo vadis?» Die Quo-vadis-Frage stellt sich stets auch für jede Aktie, heute in diesen Spalten für jene von Syngenta. Ist nach besser als erwartet ausgefallenen Quartalszahlen die Konklusion in der Kolumne vom 9. September noch gültig, die lautete, der relative Trend dieser Aktien sei seit Ende Februar zu allen Indizes, die als Alternativen in Frage kommen, fallend?

Diesbezüglich ist die Kurserholung von Syngenta seit dem 2. Oktober bloss als eine Schwankung im Rahmen eines negativen Trends einzustufen und nicht als Wende des negativen relativen Trends. Folglich bleibe ich noch auf Abstand zu diesem Titel.

ALFONS CORTES www.alfonscortes.com

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.



Kurz notiert

Hottinger baut Präsenz aus: Die Zürcher Privatbank Hottinger hat die Gesellschaft Hottinger & Associés Zug gegründet. Es handelt sich um die achte Niederlassung in der Schweiz. Die Gruppengesellschaft bietet internationalen Kunden Dienstleistungen in der Vermögensverwaltung. Die Privatbank Hottinger wurde 1786 gegründet und hat drei unbeschränkt haftende Partner. Sie besitzt dreizehn Niederlas-

sungen in acht Ländern und beschäftigt 150 Mitarbeiter. Die Höhe der verwalteten Vermögen gibt sie nicht bekannt.

Osec lanciert Plattform für Cleantech: Cleantech – Produkte und Dienstleistungen, die einen schonenden Einsatz von Ressourcen ermöglichen oder den Schadstoffausstoss verringern – ist ein attraktiver Wachstumsmarkt. Damit Schweizer Unter-

nehmen das Potenzial erschliessen können, treibt der Exportförderer Osec den Aufbau der Exportplattform Cleantech voran. Sie wurde an einer Konferenz in Bern einem breiten Publikum vorgestellt. Eine Vernetzung der Gesellschaften, ein einheitlicher Marktauftritt sowie die Zusammenführung der ausländischen Nachfrage mit dem Schweizer Angebot sollen Geschäftsmöglichkeiten eröffnen und fördern.

Anzeige



SARASIN

Mit welcher
Energie
werden Ihre
Nachfahren
vorfahren?



Best Private Bank
for Portfolio Management



Best Private Bank
for Innovation

Um in ein Sarasin-Nachhaltigkeitsportfolio aufgenommen zu werden, muss ein Unternehmen aus dem Automobilsektor höhere Anforderungen erfüllen als eines aus der Telekommunikationsbranche. Unser Ansatz erlaubt eine differenzierte Beurteilung einzelner Unternehmen und bildet, zusammen mit unseren 20 Jahren Erfahrung in der Nachhaltigkeitsanalyse, ein starkes Rückgrat für gemeinsame Erfolge.
Tel. 0800SARASIN, www.sarasin.ch/nachhaltigkeit

Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841.

Werttreiber in der Biotechnologie

Finanzinvestitionen und strategische Allianzen sind gefragt

PASCAL GANTENBEIN, RICHARD MUNTON UND MATTHIAS STEGER

Die Biotechnologie ist für die Wertschöpfung der Schweizer Wirtschaft von grosser Bedeutung. Sie hat wesentlich zur Entstehung der heutigen Pharmaindustrie beigetragen und dürfte für diese in Zukunft noch wichtiger werden. Rund 18000 Personen in 229 Unternehmen arbeiteten 2008 gemäss Swiss Biotech Report in dem Bereich und generierten 8,7 Mrd. Fr. Umsatz. Im Kreis der in Europa kotierten Biotech-Unternehmen machte der Schweizer Umsatzanteil 6,9 Mrd. Fr. oder 37% aus. Diese Bedeutung spiegelt sich auch am Finanzmarkt: Im Swiss Performance Index (SPI) betrug der Anteil der im Segment Health Care addierten Sektoren Pharma, Biotech und Medtech im Juni rund ein Drittel, zudem zeigte Biotech 2008 die beste Sektorentwicklung des Gesamtmarkts.

Cashburn und Pipeline

Gleichwohl sind die Biotech-Branche und die Pharmaindustrie mit einer Reihe von finanziellen und strategischen Herausforderungen konfrontiert. Ein Kernproblem der Biotechnologie besteht darin, dass die Finanzierung entscheidend vom Reifegrad der Produktentwicklung abhängt: Wagniskapitalgeber investieren im Regelfall erst, wenn ein Prototyp vorliegt, der nicht weiter als ein Jahr von der klinischen Studie entfernt ist. Die Forschung ist teuer und wird nur in Einzelfällen (etwa Actelion) durch Cashflows gestützt, entsprechend hoch ist der Mittelverbrauch. Dazu kommt ein seit 2007 trotz stabiler Venture-Capital-Investitionen sinkender Neugeldzufluss, der Cashbestand der Branchengesellschaften nahm entsprechend massiv ab.

Der Ablauf von Patenten macht es für die Pharmakonzerne zunehmend wichtiger, Produkte in der Entwicklung sowie Technologien aus der Biotech-Spitzenforschung ins eigene Produktportfolio zu integrieren. Das Spektrum an Beteiligungsmöglichkeiten reicht von Finanzinvestitionen über die Einlizenzierung von Applikationen und strategische Minderheitsbeteiligungen bis zur Übernahme eines Anbieters. Im Fall einer Finanzinvestition sind Pharmaunternehmen häufig Wagniskapitalgeber, meist in Kombination mit anderen Investoren. Beispiele sind die Investitionen der Venture Funds von Roche und Novartis. Dagegen geht es in strategischen Allianzen um die Gestaltung der Produktpipeline. Ins Zentrum rückt daher die Frage, welche Form eine Integration haben soll, welche Bewertungskriterien gelten und welche Bedeutung strategischen Allianzen zukommt.

Erste Stufe Einlizenzierung

Eine erste Möglichkeit für eine strategische Allianz stellt die Einlizenzierung dar: Gemäss einer Studie aus dem Jahr 2000 wurden zwischen 1963 und 1999 38% der von der US-Gesundheitsbehörde FDA zugelassenen Anwendungen einlizensiert. Jüngere Beispiele sind der Erwerb einer RNAi-Technologie-Plattform von Alnylam durch Roche und die Einlizenzierung des Reninhemmers Rasilez/Tektorna von Speedel durch Novartis. Der Grossteil dieser Deals bezieht sich auf die Frühphase. Biotech-Unternehmen behalten so ihre Unabhängigkeit, erlangen aber über Meilensteinzahlungen und später über Royalties eine höhere Cashflow-Stabilität und den Zugang zu Vermarktungskompetenz.

Die zweite Möglichkeit besteht in der Beteiligung bis zur Vollübernahme. Als Beispiele genannt seien der Kauf von Serono durch die deutsche Merck sowie die langjährige Beteiligung und jüngste Übernahme von Genentech durch Roche. Eine Akquisition ergibt meist erst einen Sinn, wenn das Unternehmen eine höhere Marktreife aufweist und es möglich ist, organisatorischer Synergien auszuschöpfen, oder wenn Know-how und Forschungspotenzial erfolgskritisch sind.

Die Bewertung von Biotech-Unternehmen hängt wesentlich von den verfügb-

baren Informationen ab. Charakteristisch ist zunächst der hohe Anteil immaterieller Aktiva (Intangibles) am Unternehmenswert. Da nichtfinanzielle Informationen in den Rechnungslegungsstandards nur unzureichend erfasst sind, erweist sich deren Offenlegung als wertrelevant. Dies wird auch durch die Forschung gestützt: Monica Espinosa von der Uni Alicante zeigt zum Beispiel, dass nichtfinanzielle Performanceindikatoren von Biotech-Unternehmen quasi als Substitut für die Standards in die Bewertung einfließen. Für kotierte Unternehmen fand der niederländische Finanzprofessor Philip Joos einen V-förmigen Verlauf des Kurs-Gewinn-Verhältnisses, der mit der Unsicherheit über die Investition zusammenhängt: je tiefer die Qualitätsunsicherheit, desto höher ist die Bewertung. Zweitens hängt die Bewertung von Biotech-Unternehmen positiv von Forschungsausgaben ab, weil sie eng mit der Qualität des Produktportfolios und der Wettbewerbssituation verbunden sind.

Darüber hinaus lässt sich die Bewertungsqualität verbessern, indem Faktoren für die Unsicherheit des Forschungserfolgs einbezogen werden. So erweisen sich gemäss Bixia Xu, Professor an der Wilfrid Laurier University in Ontario, Kanada, die Intensität der Allianz und das Marktpotenzial von Medikamenten als besonders einflussreiche Werttreiber für Jungunternehmen, während das Produktportfolio und seine Diversifikation eher für reifere Gesellschaften relevant sind. Es ist jedoch anzumerken, dass der Fokus meist auf einem, maximal zwei Entwicklungskandidaten oder Technologien liegt. Von zentraler Bedeutung sind weiter die Verfügbarkeit von Barmitteln für Forschung und Entwicklung, die Wettbewerbsvorteile sowie Dauer und Umfang des Patentschutzes.

Allianz signalisiert Qualität

Strategische Allianzen zwischen Biotech- und Pharmaunternehmen erweisen sich ebenfalls als in hohem Masse wertrelevant. Der US-Ökonom Seans Nicholson nennt zwei Hauptursachen: Sie signalisieren Qualität und ermöglichen den Austausch verschiedener Fähigkeiten. Biotech-Unternehmen in einer Allianz mit einem Pharmahersteller werden substantiell höher bewertet, weil in einer Allianz entwickelte Medikamente in klinischen Tests empirisch klar höhere Erfolgchancen haben. Allianzen sind für Biotech-Unternehmen somit eine Möglichkeit, dem Finanzmarkt Forschungsqualität zu signalisieren. Eine Allianz macht auch Sinn, weil Pharmaproduzenten eher in der Lage sind, den Wert von Biotech-Projekten zu evaluieren als Finanzintermediäre. Zudem wirken Therapeutika aus Allianzen im Schnitt besser als Einzelentwicklungen. Allianzen erhalten denn auch wesentlich höhere Bewertungen in nachfolgenden Finanzierungsrunden.

Der Austausch von Kompetenzen nützt auch etablierten Biotech-Unternehmen. Know-how erhöht die reale Produktivität. Dieses Wissenskapital ist zudem entscheidend für den Erfolg von Börsengängen: Der Chicagoer Professor Re Guo gelangte etwa zum Ergebnis, dass die Anzahl Produkte in Entwicklung, deren Stadium, der Patentschutz sowie die Allianzen wichtige Bewertungskriterien sind.

Je nach Ausgangslage stehen für die Bewertung von Engagements im Biotech-Bereich somit finanzielle oder strategische Kriterien im Vordergrund. Insgesamt hängt der Wert eines Investments in jedem Fall aber entscheidend von den Faktoren Wissenskapital, Verfügbarkeit von Barmitteln für Forschung und Entwicklung, Marktpotenzial, Wettbewerbsvorteile sowie von der Dauer des Patentschutzes ab. Die Qualität von Produktportfolio und Wettbewerbsumfeld erklären dabei den Grossteil des Werts.

Pascal Gantenbein ist Professor für Finanzmanagement an der Uni Basel; Richard Munton und Matthias Steiger stehen als Investmentmanager für den Venture Fund bzw. als Director Business Development in den Diensten von Roche.