

# Fokus auf Innovation

Investitionen in den Biotechnologie-Sektor waren in letzter Zeit herausfordernd. Doch die Stimmung dürfte sich bald wieder bessern.

Autoren: Thomas Heimann und Ivo Staijen, Zug

Die Aktien des Gesundheitsmarkts und insbesondere jene der Pharma- und Biotechnologie-Unternehmen verzeichneten seit Jahresbeginn 2017 ein starkes Kursplus. Bis Mitte Juli stieg der breit gefasste Referenzindex MSCI-World-Health-Care-Index, der die weltweit größten börsengehandelten Gesundheitsunternehmen umfasst, um rund 16 Prozent (in US-Dollar). Die Aktienkurse der innovativen Medikamentenhersteller aus der Biotechnologie nahmen indessen noch stärker zu. Beim Nasdaq-Biotechnology-Index (NBI) resultiert ein Kursplus von knapp 20 Prozent (in US-Dollar) und dies, obwohl Anleger die Branche erst zögerlich (wieder-)entdecken.

Doch das Umfeld für Investitionen in die Biotechnologie-Branche war in jüngster Vergangenheit herausfordernd. Nachdem das Segment zwischen 2011 bis Mitte 2015 eine überdurchschnittliche Wertentwicklung gegenüber dem Weltaktienmarktindex (MSCI-World-Index) verzeichnete, reagierten Investoren im Zuge von aufkommenden Unsicherheiten mit einem schnellen Abbau ihres Engagements. Der NBI velor in

der Spitze rund 35 Prozent. Viele dieser Unsicherheiten waren jedoch losgelöst von der fundamentalen Entwicklung der Industrie oder einzelner Unternehmen. Sie sind vielmehr zurückzuführen auf weltpolitische Entwicklungen wie den Brexit und auf die Diskussion über scheinbar generell überhöhte Medikamentenpreise, vorwiegend in den USA. Die Preisdebatte war ein populäres Thema des US-Wahlkampfes, welches von der ehemaligen Präsidentschaftskandidatin Hillary Clinton und später, zur Überraschung etlicher Marktauguren, auch von Donald Trump aufgegriffen wurde. Trumps Rhetorik belastete das Sentiment nachhaltig, Trump wies auf mögliche staatliche Interventionen oder gar Preisregulierungen hin. Hinzu kam, dass gewichtigere Neuigkeiten und Unternehmenskäufe ausblieben, die zuvor zusätzlich für steigende Aktienkurse gesorgt hatten. Vor einigen Wochen sickerte nun ein angeblicher Entwurf über eine geplante „Executive Order on Drug Pricing“ der Trump-Administration an die Öffentlichkeit. Es wird nun darüber spekuliert, dass die Anordnung des Präsidenten keinerlei Regulierungen fordert, sondern im Gegenteil die Industrie beispielsweise mit längerem Patentschutz und sogar mehr Freiheiten bei der Preissetzung begünstigen könnte. Die Biotechnologie-Aktien reagierten darauf äußerst positiv und die Erholungsrallye setzte sich fort, auch weil die Aktien zuvor übermäßig an Wert verloren haben.

Die Gesundheitskosten werden ein immer wichtigerer Teil der politischen Debatte sein. Und dies nicht zu unrecht: Stetig steigende Ausgaben für die Gesundheitsversorgung vor dem Hintergrund der alternden Bevölkerung, insbesondere in den westlichen Industrienationen, sind bis dato ein ungelöstes Problem. Die größte Volkswirtschaft der Welt, die USA, gab 2015 mehr als 18 Prozent ihrer Wirtschaftsleistung für Gesundheitsleistungen aus, und damit weit mehr als jedes andere Land. In Deutschland oder in Europa beträgt der Anteil rund zwölf Prozent. Den Löwenanteil der Ausgaben trägt allerdings nicht der Staat, wie oftmals vermutet, sondern die privaten Haushalte. Dies im Unterschied zu anderen Industrienationen: Rund 60

Prozent gehen in den USA zulasten der Privatpersonen, während es im internationalen Vergleich circa 30 Prozent sind. Das Problem, dass sich viele Amerikaner ihre Gesundheit nicht mehr leisten können, wächst.

Ein Grund dafür könnten gestiegene Medikamentenpreise sein. In der Tat gibt die US-amerikanische Bevölkerung pro Kopf, laut einer OECD Statistik von 2015, rund 1.000 US-Dollar pro Jahr für Arzneimittel aus. Dies sind rund 40 Prozent mehr als Japan auf Platz zwei und doppelt so viel wie der OECD-Durchschnitt. Der höhere Medikamentenkonsum ist auf die steigende Nachfrage infolge chronischer Erkrankungen (unter anderem Herz- und Kreislaufkrankheiten, Diabetes oder Atemnot), auf den einfacheren Zugang, aber auch auf die insgesamt schnellere Verfügbarkeit von neuen Medikamenten zurückzuführen. Unternehmen wählen für die Erst-Zulassung mehrheitlich den amerikanischen Markt. Gründe dafür sind die Größe, die weniger starke Fragmentierung des Marktes im Vergleich zu Europa und die zu erzielenden Preise, welche im Mittel rund 50 bis 60 Prozent höher als in Kontinentaleuropa liegen. Anders als in den meisten Industrienationen gibt es in den USA keine staatliche Preisregulierung. Hinzu kommt, dass den staatlichen Krankenversicherer Medicare und Medicaid, welche immerhin für rund 40 Prozent aller Medikamentenausgaben aufkommen, ein faktisches Verbot für Preisverhandlungen auferlegt ist. So können auch private Versicherer keine Rabatte realisieren. Der Markt funktioniert nach marktwirtschaftlichen Prinzipien: Unternehmen mit quasi Monopolstellungen, beispielsweise in Nischenmärkten, haben Preissetzungsmacht. Wenn jedoch ein Medikament seinen Patentschutz verliert, nimmt die Konkurrenz durch sogenannte Generika (Nachahmerprodukte) zu und die Preise fallen innerhalb kurzer Zeit um 80 Prozent und mehr. Kein anderer OECD-Staat stellt mehr Rezepte für Generika aus als die USA: der Volumen-Anteil an den gesamten Pharma-Verkäufen beträgt derzeit 84 Prozent.

Die Ausgaben für Medikamente sind eine Kostenkomponente, aber längst nicht die bedeutendste. Das Ausmaß der Diskussion spiegelt nicht die Relevanz, bezogen auf den Anteil an den gesamten amerikanischen Gesundheitsausgaben wider: Die Ausgaben für verschreibungspflichtige Medikamente betragen lediglich zehn Prozent und dieser Anteil ist in den letzten 15 Jahren stabil geblieben. Derweil betragen die Ausgaben für Krankenhäuser, Ärzte und medizinisches Fachpersonal zusammen über 50 Prozent. Ein ähnliches Bild manifestiert sich auch in Europa.

Den Kritikern noch nicht genug, monieren sie die jährlichen Preissteigerungen. Darin dürfte ein zentrales Problem des amerikanischen Systems liegen. Die Wertschöpfungskette, vom Hersteller bis zum Endverbraucher, dem Arzt beziehungsweise den Patienten, ist wesentlich komplexer und weist mehr Akteure als vergleichsweise jene in Europa auf. Sei es der Großhändler, der Arzneimittel-Berater, die Apotheke oder der Versicherer, jeder dieser Akteure ist wiederum selbst gewinnorientiert ausgerichtet. Bei den Medikamenten-Herstellern bleibt von der Preiserhöhung unter dem Strich nur ein geringer Anteil hängen. Laut einer Analyse von IMS Health (siehe Abbildung links) stiegen die brutto in Rechnung gestellten Preise in den vergangenen Jahren zwar



Das forschungsintensive Biotechnologie-Segment ist der innovationsstärkste Zweig der Pharmaindustrie.

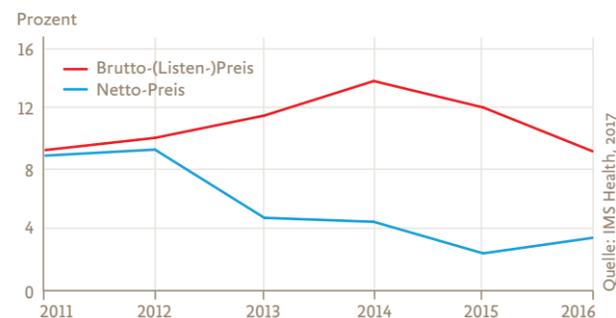
um zehn Prozent und mehr, jedoch floss den Herstellern 2016 netto etwas mehr als drei Prozent zu, nach Abzug des Preisnachlasses. Der Trend zu höheren Rabatten, welche unter anderem den Zwischenhändlern zufließen, hat sich seit 2012 verstärkt.

Vorhaben im Bereich der Preisregulierung sind bisher im Kongress stets auf Ablehnung gestoßen, wohl auch aufgrund der verschiedenen Rollen, die der Staat gleichzeitig innehat. Er ist nicht nur Versicherer, sondern auch selbst Käufer von Arzneimitteln und ist zusätzlich mit unterschiedlichen Interessen anderer Gruppen konfrontiert, deren Anreize er abzuwägen hat. Hinzu kommt seine Rolle als Regulator beispielsweise bei der Zulassung und beim Patentschutz. Gegner monieren zu Recht, dass die zeitintensive und kostspielige Forschung und Entwicklung ihren Preis haben muss. Die künftige Entwicklung bleibt abzuwarten - eine etwaige Umsetzung dürfte herausfordernd sein.

Generell hat sich in den letzten Jahren eine Tendenz hin zur Abwägung des Kosten- und Nutzen-Faktors bei der Beurteilung von Therapien in der Gesundheitsversorgung beziehungsweise in der Kassenrückerstattung entwickelt. In diesem Umfeld sind Aktien von Unternehmen mit innovativen Medikamenten für Krankheiten, welche bisher nur unbefriedigend oder gar nicht behandelt werden konnten, zu bevorzugen. Hinzu kommen günstige Wachstumsperspektiven, ein freundliches Regulierungsklima, attraktive Aktienbewertungen - absolut und relativ betrachtet - sowie ein interessantes Umfeld für M&A-Aktivitäten, getrieben durch eine zahlungskräftige Käuferschaft von Seiten großer Konzerne, deren Bedarf nach neuen Produkten weiterhin ungestillt ist. Es sind jedoch nicht nur Zukäufe, sondern auch Partnerschaften als externe Innovationsquellen gefragt, umso mehr, als dass Mega-Blockbuster-Medikamente in der Pharma-Industrie seltener geworden sind. Große Gesellschaften haben mittlerweile hohe Barmittelbestände, die sinnvoll investiert werden müssen.

In der Biotechnologie-Branche, und insbesondere im Seg- >

## MEDIKAMENTENPREISE IN DEN USA



Brutto- versus Netto-Preis-Wachstum von Arzneimitteln in den USA.

Foto: Shutterstock

ment der mittelgroß kapitalisierten Unternehmen, finden sich Opportunitäten. Diese Gesellschaften befinden sich bereits in einer etwas späteren Entwicklungsphase und sind daher per se weniger von den klassischen Entwicklungsrisiken betroffen. Sie zeichnen sich durch einen klaren Fokus in einem Innovations- oder Nischengebiet aus. So sind beispielsweise Vertex (zystische Fibrose), Incyte, Genmab, Tesaro (alle Krebs) oder Ultragenyx (seltene Erkrankungen) attraktiv positioniert. Der Biotechnologie-Sektor hat sich als das Innovations-Rückgrat der großen Pharmakonzerne etabliert. Von den zehn meist verkauften Medikamenten weltweit sind bereits mehr als die Hälfte biotechnologischen Ursprungs. Dieser Trend dürfte sich auch in Zukunft fortsetzen. Auch wenn im vergangenen Jahr die Zahl neuer Zulassungen durch die amerikanische Gesundheitsbehörde FDA - von 45 auf 22 - rückläufig war, vor allem bedingt durch Verzögerungen, ist die Innovationskraft aufgrund der jährlich steigenden Zahl von Arzneimittel-Kandidaten in der klinischen Entwicklung ungebrochen. Weltweit befinden sich derzeit über 800 Medikamenten-Kandidaten in der letzten klinischen Erprobungsphase am Menschen oder stehen kurz vor der Marktzulassung. Auch wenn es davon statistisch gesehen nur etwa die Hälfte schafft, resultiert daraus immer noch eine stattliche Anzahl.

Die Bewertung der profitablen Biotechnologie-Unternehmen ist attraktiv. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für die nächsten zwölf Monate liegt bei 14,1 im Vergleich zu großen Pharma-Unternehmen mit 16,1 oder 18,5 für den S&P 500. Die Umsatz- und Gewinnwachstumsraten für die kommenden drei Jahre (2017-2020) werden laut Konsensschätzungen von Bloomberg auf ansehnliche acht Prozent beziehungsweise 13 Prozent prognostiziert, welche deutlich über dem breiten Markt liegen.

Die Biotechnologie-Branche ist fundamental gut aufgestellt und überzeugt durch Innovationskraft. Die Schwankungen in den Aktienkursen waren zuletzt stark durch politische Rhetorik und Gewinnmitnahmen verursacht. Wir gehen davon aus, dass Biotech-Aktien zukünftig wieder vermehrt auf Basis der Fundamentaldaten bewertet werden, sobald die Unsicherheiten bezüglich des Ausgangs der US-Gesundheitsreform Fakten weichen. Längerfristig stehen die Zeichen auf Grün. //



### THOMAS HEIMANN

ORT BLIND 00° 00' N, 00° 17' W

Der Autor ist seit 2011 bei der HBM Partners AG, Leiter des Risikomanagements, er ist zuständig für die Analyse.



### DR. IVO STAIJEN, CFA

ORT BLIND 00° 00' N, 00° 17' W

Der Portfolio Manager des HBM Global Biotechnology Funds leitet die Abteilung Public Equity und ist seit 2003 bei HBM Partners.