

# Studie zu Lucentis könnte ins Auge gehen

Roche und Novartis droht Umsatzausfall im Medikament gegen Altersblindheit – Erweiterte Zulassung birgt Potenzial – Aktien Novartis favorisieren

ANDREAS MÖCKLI

Das Medikament Lucentis ist seit 2006 erhältlich. 2009 verzeichnete das von Roche und Novartis vertriebene Mittel gegen Altersblindheit bereits einen Umsatz von 2,5 Mrd. Fr. Seit Längerem wird allerdings auch das bekannte Roche-Krebsmedikament Avastin gegen diese Krankheit eingesetzt. Obwohl für die Anwendung gegen Altersblindheit weit günstiger als Lucentis, fehlt Avastin eine offizielle Zulassung. Da Behörden vieler Länder nicht mehr länger das weit teurere Lucentis bezahlen wollen, wurden mehrere Vergleichsstudien durchgeführt, deren Resultate nun laufend bekannt werden. Roche als auch Konkurrent Novartis, der die Rechte für den Vertrieb ausserhalb den USA hält, droht ein Umsatzausfall.

## Grosser Preisunterschied

Lucentis wurde wie Avastin von der Roche-Tochter Genentech entwickelt. Beide Antikörper blockieren den vaskulären endothelialen Wachstumsfaktor VEGF. Bereits vor der Entwicklung von Lucentis war bekannt, dass damit die feuchte Makuladegeneration (Altersblindheit) behandelt werden könnte. Avastin wurde von Genentech wegen des hohen Potenzials in der Anwendung gegen Krebs forciert und erhielt 2004 die erste Zulassung. Ein Jahr später unternahm ein Arzt in den USA den – erfolgreichen – Versuch, Avastin ausserhalb der Zulassung (Off-Label) auch gegen Altersblindheit einzusetzen.

Zyniker behaupten, Genentech habe Lucentis nur entwickelt, um sich eine Preisprämie zu sichern. Roche und Novartis dagegen argumentieren, Avastin könne aufgrund der Grösse des Moleküls die Netzhaut des Auges nicht durchdringen. Zudem bestehe die Gefahr, Fremdpartikel ins Auge einzubringen, da das Medikament nicht für die Injektion in den Glaskörper des Auges entwickelt worden sei.

Eine Injektion mit Lucentis ist rund vierzig Mal teurer als mit Avastin. Die Preisdifferenz mag angesichts der hohen



Die altersbedingte Makula-Degeneration führt zwar nicht zu vollständiger Erblindung, die Folge ist jedoch eine starke Sehbehinderung.

Kosten von Avastin für die Krebsbehandlung erstaunen. Allerdings benötigt es für die hohen Kosten gewiegert, eigene Studien durchzuführen. Kleinere Versuche und der Off-Label-Einsatz deuten darauf hin, dass Avastin und Lucentis eine vergleichbare Wirkung aufweisen.

Die Diskussion um Avastin als Lucentis-Ersatz hat dazu geführt, dass Behörden mehrerer Länder Vergleichsstudien in Auf-

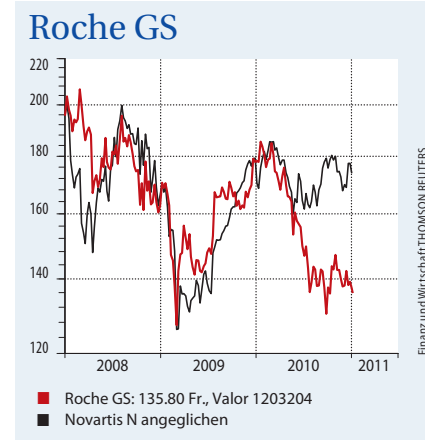
trag gaben (siehe Tabelle). Novartis und Roche haben sich mit dem Verweis auf die hohen Kosten geweigert, eigene Studien durchzuführen. Kleinere Versuche und der Off-Label-Einsatz deuten darauf hin, dass Avastin und Lucentis eine vergleichbare Wirkung aufweisen.

Es sei sogar zu befürchten, dass Avastin leicht besser abschneiden könnte, sagt Helvea-Analyst Karl-Heinz Koch. Das wäre für Roche schlimmer als für Novartis. In Europa ist Novartis den Behörden mit Angeboten zur Kostenbegrenzung entgegengekommen. Der tatsächliche Preis, den Novartis mit Lucentis erzielt, dürfte deshalb weiter unter dem Listenpreis liegen. Zudem hat Novartis damit begonnen, das Medikament in weiteren Ländern, darunter China, zu vertreiben. Schliesslich

hat der Pharmakonzern soeben eine erweiterte Zulassung gegen die diabetische Retinopathie, eine durch Diabetes hervorgerufene Erkrankung der Netzhaut, erhalten. Das Marktpotenzial ist gemäss Koch in etwa vergleichbar mit der Anwendung gegen Altersblindheit.

## Einsparungen in Gefahr

Roche hat die Zulassung gegen diabetische Retinopathie in den USA noch nicht erhalten, sie wird aber noch in diesem Jahr erwartet. Das Risiko für das Unternehmen ist deshalb grösser, weil der Preis für Lucentis in den USA bisher nicht gesenkt wurde. Deswegen ist auch der Avastin-Anteil gegen Altersblindheit dort weltweit am höchsten. Koch rechnet mit einem



Land	Studienname	Anzahl Patienten	Publikation
USA	CATT	1208	1. Quart. 2011
Deutschland	VIBERA	366	2011
Grossbritannien	IVAN	600	2011
Niederlande	BRAMD	306	2011
Frankreich	GEFAL	600	2012
Norwegen	LUCAS	420	2012
Brasilien	AxL-2009	500	n/a
Österreich	MANTA	320	n/a

Quelle: Redburn Partners

Umsatzrückgang 2011 von 1,5 auf 1,3 Mrd. Fr. Je nach Ergebnis der Studien sei auch ein höherer Umsatzausfall denkbar.

Für Roche besteht die Gefahr, dass ein Teil der im November in Angriff genommenen Einsparungen aufgezehrt wird. Allerdings ist der Ausgang der Studien unsicher, und die entsprechenden Folgen sind schwer abschätzbar. Das gilt auch für Novartis, dessen Aktien wir vorziehen. Die starke Form von Novartis spiegelt sich noch zu wenig im Aktienkurs.

Weitere Informationen wie **Archiv, News, Kurse** finden Sie unter [www.fuw.ch](http://www.fuw.ch). Geben Sie den folgenden Webcode ein:

Aktienführer: **Novartis/Roche**

# Was macht eine Aktie zum schweizerischen Titel?

Unternehmenskultur ist zentral – Home Bias als aktiver Entscheid für Investoren – Skepsis über Neuzuzüge – Schweizer Börse hat Handlungsbedarf

THOMAS HAUSER

Nach der strengen Logik des indexierten Investierens dürfte die Schweiz in einem Aktienportfolio nur mit ihrem Anteil an der Börsenkapitalisierung eines breiten Weltindex vertreten sein. Demnach hätten Schweizer Valoren ein Gewicht von 3 bis 4%. In den Aktienportfolios von Schweizer Pensionskassen sind lokale Titel gemäss dem von der Credit Suisse berechneten Pensionskassenindex jedoch mit 44% vertreten. Wenn der Anteil des Heimatmarktes im Portfolio (zu) hoch ist, handelt es sich um den sogenannten Home Bias. Er ist, wie eine Studie der Universität Basel belegt, mit über 80% in vielen privaten Portfolios noch viel ausgeprägter.

Sind Schweizer Anleger mit dem markanten Anteil von heimischen Aktien auf dem Holzweg, oder gibt es dafür nachvollziehbare Gründe? Zunächst gilt es zu definieren, was ein Schweizer Titel ist. Während etwa Nestlé gemeinhin als typischer Schweizer Grosskonzern betrachtet wird, drängen in jüngster Zeit Unternehmen wie Transocean oder Weatherford an die Schweizer Börse. Viele Investoren betrachten dies mit einer gewissen Skepsis.

## Swissness-Kriterien

Für die Beurteilung der Swissness einer Aktie gibt es verschiedene Kriterien. Das naheliegendste ist der rechtliche Sitz der Gesellschaft. So haben beispielsweise Transocean und Weatherford zwar den Steuersitz in der Schweiz, beschäftigen hier aber nur einen marginalen Teil ihrer Angestellten. Banken verwenden zur Klassifizierung meist ein zweites Kriterium, dasjenige der Hauptkotierung: Xstrata hat den Steuersitz in der Schweiz und ist hier kotiert, hat jedoch die Hauptkotierung in

Grossbritannien und wäre nach dieser Logik kein Schweizer Unternehmen. Das dritte Kriterium ist der Ort der Wertschöpfung. Wo kommt der Umsatz einer Gesellschaft her? Trotz Sitz in Vevey macht Nestlé 98% des Umsatzes im Ausland und wäre demnach kein typisch schweizerisches Unternehmen. Wieso gilt Nestlé trotzdem als schweizerisch?

Da kommt das aus Investorensicht relevante vierte Kriterium ins Spiel: die Unternehmenskultur. Der Anleger möchte mit einer Schweizer Aktie schweizerische Governance, Zuverlässigkeit, Genauigkeit und Organisationstalent. Deshalb muss nicht nur der rechtliche Sitz, sondern auch ein relevanter Anteil der Führungsorganisation in der Schweiz angesiedelt sein. Letzteres ist sowohl beim SMI-Titel Transocean als auch beim SMI-Aspiranten Weatherford bisher nicht gegeben, weshalb viele Anleger diese Papiere nicht als schweizerisch

akzeptieren. Die Börse täte daher gut dran, die Bedingungen für die Aufnahme in den SMI im Sinne des vierten Kriteriums zu prüfen, damit der Schweizer Leitindex wirklich auch typisch schweizerische Unternehmen repräsentiert.

Was sind nun Gründe für den Schweizer Home Bias? Erstens sind Schweizer Unternehmen aufgrund der beschränkten Grösse des Binnenmarktes sehr exportorientiert. Somit stellt ein Portfolio aus Schweizer Aktien hinsichtlich der Umsatzanteile ein Weltportfolio dar, das die zuvor beschriebenen Organisationseigenschaften bietet. Interessant ist besonders, dass bei einem SMI-Portfolio gegen 30% des Umsatzes aus Schwellenländern stammen (vgl. Tabelle). Auf diese Weise partizipiert der Anleger an der Dynamik der aufstrebenden Länder, ohne dass er die grösseren politischen Risiken eines Direktengagements tragen muss.

Zweitens spielt aus Schweizer Sicht die Währung in der kurzen Frist eine Rolle. In Krisen neigt der Franken traditionell zur Stärke. Das führt dazu, dass der Schweizer Investor mit ausländischen Aktien tendenziell risikodämpfend. Das dürfte auch dadurch verstärkt werden, dass einige Konzerne Teile des Währungsrisikos von im Ausland erzielten Umsatzanteilen absichern.

Drittens ist oft das Argument von Informationsdefiziten punkto Auslandsanlagen zu hören. Viele Investoren glauben, über Nestlé mehr zu wissen als zum Beispiel über Kraft Foods. In liquiden und effizienten Märkten ist dies ein Trugschluss; angesichts der heutigen technischen Informationsmöglichkeiten dürfte es sich dabei eher um einen subjektiven, psychologischen Wohlfühleffekt handeln.

## Warum diversifizieren?

Die zwei objektiven Gründe für einen gewissen Schweizer Home Bias dürfen jedoch keinesfalls als Absage an eine erwiesenermassen sinnvolle internationale Diversifikation (vgl. Grafik) oder als Einladung zum Eingehen von Klumpenrisiken im Heimatmarkt verstanden werden. Eine präzise und stets gültige Quantifizierung des optimalen Anteils an Schweizer Titeln ist unmöglich. Es kann jedoch ein zweckmässiger Bereich abgesteckt werden: Unter ein Drittel sollte der Anteil Schweizer Aktien in einem nicht währungsge-

sicherten Portfolio nicht sinken, wenn die zuvor beschriebenen Effekte wirken sollen. Deutlich mehr als die Hälfte sollte aber auch nicht im Heimatmarkt investiert werden, weil sonst der Effekt der internationalen Diversifikation nicht mehr greifen kann. Bestätigt wird dies durch die Berechnung des risikominimalen Mix aus in- (SPI) und ausländischen Aktien (MSCI Welt ex Schweiz in Franken) mit Daten der letzten knapp 24 Jahre. Der Anteil Schweizer Valoren beträgt im Mittel 52% und schwankt zwischen 38 und 61%.

Als Faustregel ist ein Home Bias von einem Drittel bis zu rund der Hälfte zweckmässig, wenn es sich um Aktien von Unternehmen mit internationaler Ausrichtung handelt. Insofern ist das eingangs erwähnte – notabene aktive – Anlageverhalten der Pensionskassen mit einem Anteil von 44% nachvollziehbar. Weil sie damit ein sinnvoll diversifiziertes Weltportfolio halten, ist es unnötig, dem Trend nachzueifern, vermehrt direkt in Emerging Markets zu investieren. Privatanleger mit sehr hohem Engagement im Heimatmarkt sollten jedoch über die Bücher gehen und besser international diversifizieren.

Thomas Hauser ist Partner von Dr. Pirmir Hotz Vermögensverwaltungen in Baar.

## SMI ein Weltportfolio

	Anteil der Regionen am Welt-BIP in %	Aufteilung des Umsatzes aller SMI-Unternehmen nach Regionen in %
Schweiz	1	8
Europa (ohne Schweiz)	33	30
Nordamerika	29	29
Südamerika	6	7
Asien, Ozeanien, Pazifik	30	20
Mittlerer Osten, Afrika	1	6
Entwickelte Länder	72	72
Schwellenländer	28	28

Quelle: eigene Berechnungen, Geschäftsberichte, Weltbank

