

Roche steht vor einigen Herausforderungen:

Von Peter Schuppli

Die Börse reagierte barsch auf den Abschluss 1999 des Basler Pharmakonzerns Roche: Der Genussschein verlor nach der Veröffentlichung der Leistungswerte 4%. Das mag angesichts der präsentierten Resultate mit einer Umsatzsteigerung um 12% auf 27,6 Mrd. Fr., einem Anstieg des operativen Gewinns um 16% auf 5,06 Mrd. Fr. und des Konzerngewinns (vor a.o. Posten) um 15% auf das Rekordniveau von 5,03 Mrd. Fr. erstaunen. Bedenkt man allerdings, dass an der Börse oft die Regel «sell on good news» gilt, Roche keine positive Überraschung zu bieten hatte, jedoch von (weiteren) Rückschlägen in der Forschungspipeline – vier Präparate, zum Teil in fortgeschrittenem Entwicklungsstadium, wurden eingestellt – berichten musste, wirkt die Börsenreaktion nicht mehr unverständlich.

Teuer erkaufte Xenical-Erfolg

Es sind weitere Faktoren auszumachen, die die Enttäuschung einiger Marktteilnehmer erklären. Zu nennen ist Xenical. Das Präparat gegen krankhafte Fettleibigkeit generierte im letzten Jahr zwar 940 Mio. Fr. Umsatz. Der bemerkenswerte Absatzerfolg muss allerdings teuer erkaufte werden: Die Ausgaben für Marketing und Vertrieb fielen im abgelaufenen Jahr mit 7,8 Mrd. Fr. rund 15% höher aus als 1998 und gar 54% höher als 1997! Es stellt sich die Frage, ob Xenical unter dem Strich tatsächlich das Supererzeugnis ist, für das es gehalten wird. Des weiteren dürften vor allem Grossinvestoren aus dem angelsächsischen Raum kaum verstehen, weshalb sich der Verwaltungsrat (noch) nicht zur Kapitalstruktur äussern mochte. Es liegt ein Vorschlag Martin Ebners auf dem Tisch, die Einheitsaktie zu schaffen. Ebner vertritt die Meinung, mit einem Verzicht auf die Einheitsaktie verzichte Roche auch auf die «Währung» Aktie, die in Akquisitionen (und Fusionen) zunehmend an Bedeutung gewinnt. Roche hingegen weist darauf hin, dass der Konzern bislang in der Lage war, jede Akquisition aus eigener Kraft zu tätigen, ohne Einsatz von Aktien. Die Bilanzstärke erlaubte selbst Zukäufe von über 10 Mrd. Fr. Überdies versichert Roche-Finanzchef Henri B. Meier, jederzeit bereit und in der Lage zu sein, falls sich der Einsatz von Aktien zur Weiterentwicklung von Roche als nötig erweise. Der Ausschluss der Genussscheinbesitzer vom Stimmrecht erweckt gleichwohl den Eindruck, in Basel halte man sich mit Hilfe der Stimmrechtsaktien an der Macht.

Wann gilt «one share one vote»

Die von Ebner kontrollierte BZ Gruppe Holding ist, so weit publik, der mit Abstand grösste Einzelaktionär von Roche (nicht bekannt ist, wie sich der Aktienbesitz der Familien Oeri und Hoffmann sowie Erben Sacher zusammensetzt). Die BZ-Dachholding besitzt 16,3% der RocheAktien, entsprechend einem Marktwert von 5,4 Mrd. Fr. Darüber hinaus hält die ebenfalls von Ebners BZ Gruppe Holding stimmenmässig kontrollierte Pharma Vision für rund 900 Mio. Fr. Roche GS.

Aus diesem Sachverhalt leitet Ebner auch seinen Anspruch auf einen Sitz im Verwaltungsrat ab. Zu diesem Thema gab es ebenfalls keine Informationen. Der Roche-VR will sich erst am 12. April – nachdem mit Ebner (weitere) Gespräche geführt worden sind – entscheiden. Zeigt das von Fritz Gerber präsierte Gremium Ebner die kalte Schulter, wird es stichhaltige Argumente vorbringen müssen, weshalb der Miteigentümer mit dem grössten Aktienbesitz von der Mitbestimmung und -gestaltung ausgeschlossen bleiben soll.

Weshalb M.E. nicht einbinden

Aus Sicht der «corporate governance», aber auch aus dem Bekenntnis von «checks and balances» in einem VR müsste Aktionär Ebner aufgenommen werden, selbst wenn seine Vorstösse und seine Kritik zuweilen als unangenehm empfunden werden. Ein Anruf von Roche bei einem der VR-Mitglieder der ABB könnte Klarheit über den Schwyzer Banker und Financier verschaffen: Dort gehört Aktionär Ebner bereits dem Verwaltungsrat an. Von unkooperativem oder firmenschädigendem Verhalten war bislang nichts zu vernehmen. Wie früher regelmässig, in letzter Zeit etwas weniger könnte sich die Börsenkorrektur aber auch als Kaufgelegenheit erweisen. Denn wenn die Perspektiven des im kommenden Juni um die Sparte Riechstoffe und Aromen (Givaudan) «dezimierten» Konzerns so aussichtsreich sind, wie VR-Delegierter Franz B. Humer darstellt, braucht der Investor um seine Roche-Titel keine Bange zu haben. Erfüllt Roche die selbst postulierte Vorgabe, den Gewinn um durchschnittlich 15% pro Jahr zu steigern, müsste der Kurstrend auch in Zukunft aufwärts gerichtet sein.

Dazu bedarf es allerdings grosser Anstrengungen, besonders was die Forschungspipeline im Pharmabereich angeht. Denn es ist nicht zu übersehen, dass hier nicht alles zum Besten bestellt ist. Zwar verfolgt die Division Pharma derzeit 150 Projekte in der Forschung sowie 64 in der Entwicklung, wie Konzernchef Humer darlegte.

Zudem befinden sich 29 Projekte mit neuen Wirksubstanzen und 35 Projekte zur Erweiterung der Indikationen bestehender Produkte in der Entwicklungspipeline. Doch die Rückschläge mit Posicor, Tasmart und weiteren Präparaten relativieren das Image der Unfehlbarkeit, das Roche bis weit in die Neunzigerjahre begleitet hat. Es ist zu hoffen, dass Konzernleiter Humer, dem diese Flops nicht anzulasten sind, mit der Fokussierung auf Forschung und Entwicklung die Ausfallquote wieder reduzieren kann.

Das zurückliegende Jahr hat Roche gezeigt, wie nah manchmal und zufällig Unglück und Glück neben einander liegen. Der grosse materielle Schaden, den der Vitaminfall anrichtete – Roche belastete der Erfolgsrechnung 2,4 Mrd. Fr. –, konnte durch den Gewinn aus dem Verkauf von Genentech-Aktien (4,5 Mrd. Fr.) aufgefangen werden. Weitere Transaktionen mit Genentech-Valoren werden Roche auch im laufenden Jahr zu ausserordentlichen Einnahmen in Milliardenhöhe verhelfen. Das bringt den Konzern zurück zum «gewohnten» Zustand des Nettogläubigers.

Überhaupt war der 1990 getroffene Entscheid, in die Biotech-Gesellschaft Genentech zu investieren, ein Volltreffer. Denn Roche ohne (die Wertsteigerung von) Genentech gäbe vor allem in der jüngsten Vergangenheit kursmässig kein Ruhmesblatt ab. Zwar erwirtschaftet die Finanzabteilung unverändert eine glänzende Rendite – im vergangenen Jahr zur Hauptsache mit Aktien, schwergewichtig in Europa und hier in Deutschland –, doch erfüllten die operativen Bereiche die Vorstellungen der Investoren nur zum Teil.

Der Konzernbereich mit der schlechtesten operativen Marge – Riechstoffe und Aromen – wird bereits im drei Monaten verselbständigt und abgespalten. Das erfolge in konsequenter Fortsetzung der Fokussierungsstrategie. Hingegen bestehen keine Anzeichen, das von Preis- und Margendruck geprägte Vitamin- und Feinchemiegeschäft abzuspalten.

Die Anteilseigner von Roche erhalten eine um 15% auf 100 Fr. erhöhte Dividende, ausserdem pro Roche-Titel gratis je eine Givaudan-Aktie à 10 Fr. nom. Ihr Wert wird auf 500 Fr. geschätzt. Um diesen Betrag dürften die Roche-Titel mit dem Weggang von Givaudan nachgeben, weil mit dem Spin-off kein Mehrwert geschaffen wird. Weitere Schritte zur Wertsteigerung werden aber folgen müssen, wenn Roche zu dem Glanz zurückkehren will, den sie an der Börse einst hatte.