

**Finanz und Wirtschaft**  
**vom 08. Juni 2002, S. 28**

**Ohne die Roche-Familien läuft nichts:  
Viel Speklatives – Keine Risse im Aktionärspool – Auf Fundamentales setzen**

*Von Peter Schuppli*

Seit Wochen gibt der Börsenhandel in Roche Rätsel auf. Ungewöhnlich hohe Tagesvolumen – und zwar sowohl on- wie auch off-exchange – geben Anlass zu allerlei Spekulationen. Dazu gehören aufgewärmte (und von einzelnen Analysten noch geschürte) Gerüchte, wonach eine Heirat zwischen Novartis und Roche vom therapeutischen Standpunkt her wie auch strategisch sinnvoll sei und wahrscheinlich in den nächsten zwölf Monaten erfolge (aus einer Picet-Studie von Ende Mai).

Auch Hedge funds werden hinter den auffallenden Aktivitäten vermutet, wie so oft, wenn sich Nichtalltägliches in einzelnen Börsentiteln abspielt. Hedge funds sind bekannt dafür, Marktineffizienzen und Arbitragemöglichkeiten auszunutzen. Oft sind aber gerade nicht die Hedge funds, sondern andere Akteure die «Täter». Schliesslich war aus dem Kreise von Händlern, die selten um eine Spekulation verlegen sind, zu vernehmen, Novartis sei im Begriff, das in Roche Inhaber gehaltene Aktienpaket von 21,3% an einen amerikanischen Konzern zu veräussern, der selbst aktiv als Käufer in Erscheinung trete. Erstaunlicherweise finden Fakten und Aussagen von Direktbeteiligten ebenso wenig Eingang in die Spekulationen wie die Frage, ob eine Fusion mit Roche als dem einen Partner überhaupt sinnvoll wäre.

**Zwei Ecart-Ausreisser**

Tatsache ist aber, dass die Inhaberaktien stärker gesucht waren als die stimmrechtslosen Genussscheine (GS). Das führte zu einer Ausweitung der Kursdifferenz, Ecart genannt, zwischen den Aktien und den GS. Sie beträgt zurzeit 38%, nachdem sie im letzten Herbst bis auf 7% geschrumpft war. Die kurzfristige Betrachtung täuscht indes darüber hinweg, dass der Ecart schon bedeutend grösser war und auch der langjährige Durchschnitt höher ist als der aktuelle Stand.

Allerdings waren es zwei spezielle Ereignisse, die zu Ecarts von gegen 100% (die Inhaberaktien waren somit doppelt so teuer wie die GS) führten: In den Achtzigerjahren war es ICN-Gründer Milan Panic, der mit dem sukzessiven Kauf von Roche-Aktien den Ecart in die Höhe schnellen liess und in Basel für Aufregung sorgte. Das damalige Gespann Fritz Gerber und Henri B. Meier zwang Panic schliesslich in die Knie und brachte dessen Roche-Paket in die Schweiz zurück. Es landete in der eigens dafür ins Leben gerufenen Investmentgesellschaft PharmaVision.

Der zweite Ecart-Ausreisser war Martin Ebner zuzuschreiben, der Gefallen an PharmaVision fand und in dieser rasch bestimmte. Das Roche-Engagement baute er mit Hilfe seiner Beteiligungsvehikel und seiner Kunden aus. Publik war, dass die PharmaVision 15,6% aller Inhaberaktien hielt und damit hinter den Nachkommen der Roche-Gründerfamilien zweitgrösster Aktionär war. Als sich Ebner mit dem Verwaltungsrat von Roche überwarf, zerbrach die zuvor gute Beziehung zwischen ihm und den Baslern. Sie endete Anfang Mai 2001 im Verkauf aller von Ebners BZ-Gruppe gehaltenen 32 Mio. Roche-Aktien an Novartis für 4,8 Mrd. Fr. Der Aufpreis gegenüber den Genussscheinen war infolge von Ebners Ausfall als Käufer von Inhaberaktien auf rund 10% gefallen. Ende 2001 betrug die Kursdifferenz wieder 15%. Inzwischen ist sie mehr als doppelt so hoch.

## Aus Basel nichts Neues

Wer jüngst die Gelegenheit hatte, mit Vertretern von Roche und Novartis zu sprechen, hatte nicht das Gefühl, eine Fusion der beiden Basler Konzerne rücke näher – im Gegenteil. Nach mehreren von Rückschlägen im Produktbereich und Milliardenklagen geprägten Jahren scheint sich Roche aufzufangen und Tritt zu finden (vgl. Interview mit Roche-Präsident Humer in FuW Nr. 42 vom 29. Mai). Das Selbstvertrauen von Roche steigt jedenfalls wieder. Die Überzeugung, die Herausforderungen der kommenden Jahre aus eigener Kraft meistern zu können, hat sich gefestigt. In Bezug auf die von zahlreichen Analysten (auch einigen Journalisten) hartnäckig gepredigte These, dass Grösse in der Pharmaindustrie das entscheidende Kriterium sei, vertrat Roche schon lange eine andere, nuanciertere Meinung: kritische Grösse ja, aber nur in ausgewählten Therapiegebieten. Forschen ja, aber nicht in allen Bereichen im Alleingang. Durch Kooperationen hat Roche in den letzten Jahren eine Art Satellitennetz rund um die eigene Forschung und Entwicklung etabliert.

Die eingeschlagene Strategie durch eine Fusion (z.B. mit Novartis) zu verwässern, ist kaum das Ziel der Roche-Führung. Deshalb bekräftigt Roche frühere zum Thema Fusion gemachte Aussagen: «Die Mehrheitsverhältnisse bei Roche stehen fest und bleiben unverändert», heisst es unmissverständlich. Und: «Die im Pool verbundenen Aktionärinnen und Aktionäre... stellen sich mit Nachdruck hinter die von Verwaltungsrat und Konzernleitung geäusserte Position, wonach eine Fusion mit Novartis nicht zur Diskussion steht.»

Auch die Aussagen von der anderen Rhein-Seite lassen nicht darauf schliessen, als läge etwas in der Luft. Das, was Novartis-Präsident Daniel Vasella im Rahmen der diesjährigen GV zum Thema Roche-Beteiligung ausführte, gilt nach wie vor: Novartis betrachtet das Engagement als «strategisch-finanziell». Pläne, die Beteiligung von 21,3% weiter aufzustocken, bestehen nicht. So dementierte auch Novartis-Vizepräsident Hans-Jörg Rudloff gegenüber «Finanz und Wirtschaft» Gerüchte, er stecke hinter den Roche-Käufen.

Doch wer sind die Käufer von grösseren Blocks Roche Inhaberaktien? Ist es Ebner, der die Situation des kleiner werdenden Free float – über 70% der Aktien sind in festem Besitz – zu nutzen trachtet? Sind grosse institutionelle Anleger am Werk, die überzeugt sind, Roche stehe am Anfang eines neuen, aussichtsreichen Produktzyklus? Oder sind es doch Hedge funds, die Roche als «Operationsgebiet» nutzen?

Eines ist sicher: Eine unfreundliche Übernahme hat keine Aussicht auf Erfolg. Ohne das Ja der Familienaktionäre läuft nichts. Zudem müsste ein Käufer, der die Schwelle von 33 1/3% überschreitet, für alle Aktien und GS ein öffentliches Kaufangebot unterbreiten. Das käme teuer zu stehen, beträgt der Börsenwert von Roche doch 113 Mrd. Fr.! Bar bezahlen kann das niemand, ein Aktientausch käme für die Mehrheitsaktionäre wohl nur in Frage, wenn der Zusammenschluss Roche entscheidend voranbrächte. Das wäre nicht der Fall, wenn die Überschneidung mit dem Fusionspartner zu gross wäre. Auch ist davon auszugehen, dass die Roche-Familien sich ihrer Verantwortung gegenüber der Region Basel bewusst sind und abzuschätzen vermögen, welche volkswirtschaftlichen Auswirkungen ein lokaler Schulterchluss hätte. Dem Anleger ist geraten, nicht auf den Spekulationszug aufzuspringen, sondern aus fundamentalen Überlegungen mit längerer Sicht auf die billigeren Genussscheine zu setzen.