

III KURSE IM BLICK

Der Lohn des Risikos



Dr. Roger Becker,
Analyst Life SciCon

Das akademische Postulat der Markteffizienz (vollkommener Markt) und des Marktgleichgewichts (lineares Verhältnis von Rendite und Risiko) stößt nirgendwo deutlicher an seine Grenzen als in einem „Black Swan“-Szenario, wie es sich derzeit im Kapitalmarkt und in der Realwirtschaft

präsentiert. Die zentrale Aussage der Kapitalmarkttheorie: „Erhöhtes Risiko wird mit einer höheren Rendite belohnt“ – schlichtweg die Basis eines jeden Capital Asset Pricing Model (CAPM)-basierten Bewertungsmodells – scheint, zumindest zeitweise, außer Kraft gesetzt. Hatte man zu Jahresbeginn den DAX oder die beiden Dax-Subsektoren „Biotechnology“ oder „Medical Technology“ in seinem Portfolio abgebildet, so landete

man mit Stand vom 18. Mai bei einer relativen Performance von 98%, 97% beziehungsweise 101%. Sowohl der Biotech- als auch der Medtech-Index haben dabei im Betrachtungszeitraum den DAX zeitweise deutlich übertroffen, und zwar im Maximum um 24 beziehungsweise 14 Prozentpunkte!

Dieser Befund wird zusätzlich aufgewertet, wenn man das jeweils eingegangene Risiko, ausgedrückt als Volatilität, betrachtet. Interessanterweise waren die aus Investimentsicht eher risikobehafteten Technologieindizes seit Jahresbeginn im Vergleich zum DAX durch ein deutlich günstigeres Risiko-profil – also einer geringeren Volatilität – geprägt. So beträgt die annualisierte Volatilität auf Basis der täglichen Renditen seit Beginn des Jahres für Dax, Biotech- und Medtech-Index 35,4%, 24,6% und 25,9%. Dieser aktuell vorherrschende Risiko-Bias zugunsten der Biotech- und Medtech-Werte reflektiert sicherlich die (derzeit noch?) geringere Abhängigkeit vom konjunkturellen Zyklus, der Dax-Unternehmen in weitaus stärkerem Ma-

ße ausgesetzt sind. Gleichwohl ist es bemerkenswert, dass das im Vergleich zum Dax um rund 10%-Punkte geringere Risiko mit einer annähernd gleichen, relativen Performance honoriert wurde. Diese Tatsache spricht – jenseits der finanzmathematisch geprägten Betrachtung – unseres Erachtens unzweifelhaft für eine fundamental-analytisch begründete, positive Wahrnehmung seitens der Investoren. Dazu tragen mehrere Faktoren bei, etwa die Fokussierung auf Rentabilität beziehungsweise Verringerung der Verluste durch Optimierung der Kostenstruktur, Realisierung der Geschäftsmodelle durch Transaktionen/Deals (oder deren zeitnahe Antizipation) sowie positive Daten in fortgeschrittenen klinischen Phasen.

Derzeit zeichnet sich eine Konvergenz sowohl hinsichtlich der relativen Performance als auch der Volatilität im Vergleich der drei hier betrachteten Indizes ab. Dies kann darauf hindeuten, dass die hier für einen definierten Zeitraum diskutierte „verkehrte Welt“, wieder auf dem Weg zur Normalisierung im Sinne der akademischen Prämissen ist. Freilich ist dies für den Analysten keineswegs befriedigend, zumal nicht erst vor dem Hintergrund der hier andiskutierten Phänomene die CAPM-basierten Bewertungsmodelle insbesondere für forschungs- und entwicklungsintensive Biotech-Unternehmen in ihrer Aussagekraft eher beschränkt sind. ■