

Interview mit **Thilo Rohrhirsch**, Fondsberater des am 1. Oktober 2014 aufgelegten ACEVO Global Healthcare Absolute Return UI (WKN A1111D)



Warum haben Sie sich für den Sektor Healthcare entschieden?

Mich hat schon immer interessiert, was das Leben ausmacht und was schief gehen muss, damit es zu einer Erkrankung kommt. Das Studium der Biotechnologie sowie Biochemie und Medizin war also nur eine logische Konsequenz. Ursprünglich wollte ich in die Forschung, erkannte aber dann, dass man als Management Consultant einen breiteren Überblick über die vielfältigen Forschungs- und Entwicklungsprojekte in der Industrie sowie Einblicke in die Unternehmen erhält und dazu noch mehr bewegen kann, indem man zur Schaffung von Arbeitsplätzen beiträgt. Der Weg in den Kapitalmarkt ergab sich aufgrund des sich entwickelnden Interesses für die Analyse von Geschäftsmodellen und ihres kommerziellen Potenzials. Im Laufe der langjährigen Analyse des Healthcare-Sektors

samt seiner zahlreichen und in dieser Kombination einzigartigen Wachstums- und Werttreiber bestätigte sich das ursprünglich prognostizierte Wachstumspotenzial des Sektors durch die sehr guten Anlageergebnisse mehr und mehr. Innovation spielte in diesem Kontext eine große Rolle. Und die ganz große Innovationswelle steht uns noch bevor!

„Healthcare“ ist ja nicht nur Pharma und Biotech – was gehört für Sie alles dazu?

Healthcare ist die Gesamtheit aller Institutionen und Personen, deren Tätigkeit darauf ausgerichtet ist, über entsprechende Produkte und Dienstleistungen die Gesundheit der Bevölkerung zu fördern und zu erhalten. acevo gewinnt seine Anlageideen somit aus der gesamten Bandbreite aller im Healthcare-Sektor vertretenen Segmente – Pharma, Biotechnologie, Medical Equipment & Supplies (Medizintechnik im weiteren Sinne) und Healthcare Services (Dienstleister). Insgesamt definieren wir, basierend auf den zugrundeliegenden Geschäftsmodellen, 26 Subsektoren im Healthcare-Sektor.

Welches sind die Wachstumstreiber im Segment Healthcare?

Als Hauptwachstumstreiber wurde in unserer Branche lange Zeit der allgemeine Anstieg der Weltbevölkerung genannt. Tatsache ist jedoch, dass Preissteigerungen existierender Produkte, die Markteinführung neuer und teurerer Produkte und der sich damit verbessernde Produktmix in der Vergangenheit wesentlich stärker zum Wachstum beigetragen haben. Dies ist jedoch im Begriff, sich zu ändern. Dabei ist es jedoch nicht die allgemeine demographische Entwicklung, die hier die große Rolle spielt, sondern der Anstieg des Anteils der älteren Menschen innerhalb der Gesamtbevölkerung. Zwar ist diese Tatsache mittlerweile vielen bekannt, die Dimensionen dürften allerdings den wenigsten bewusst sein. Der Anteil der älteren Menschen (i.d.R. als die über 65-jährigen definiert) steigt aufgrund der sogenannten Baby Boomers derzeit exponentiell an und geht dann über viele Jahre in ein stark lineares Wachstum über. Mit dem Anteil der älteren Bevölkerung nehmen altersbedingte, vielfach chronische Erkrankungen zu und diese oftmals, wie z.B. im Fall der Altersdemenz und Alzheimer nicht linear, sondern exponentiell mit dem Alter. Wer nun noch weiß, dass die über 65-Jährigen rund zwei Drittel der Gesundheitskosten verursachen, kann sich ungefähr ausmalen was auf uns zukommt.

Neben der demographischen Entwicklung sind es die Emerging Markets, die das Wachstum des Healthcare-Sektors fördern. Schon seit Dekaden wird eine Verlagerung des Wohlstandes von den entwickelten Ländern zu den Schwellenländern beobachtet. Mit steigendem Einkommen dort wird aufgrund des Aufholbedarfs überproportional mehr für Gesundheit ausgegeben. D.h. auch die Unternehmen des Healthcare-Sektors werden überproportional vom Wachstum in den Emerging Markets profitieren.

Eng mit der Zunahme des Wohlstandes in den Emerging Markets verknüpft, sind Änderungen der Lebensgewohnheiten, was sich u.a. anhand der sich ändernden Nahrungszusammensetzung zeigt.

Zum Beispiel sind viele Chinesen längst nicht mehr so schlank wie in unserer Vorstellung, sondern übergewichtig. Mit dem Übergewicht kommen Zivilisationskrankheiten wie z.B. Herzkreislauferkrankungen oder Stoffwechselerkrankungen wie Diabetes. Und die Inder müssen noch nicht einmal übergewichtig sein, um an Diabetes zu erkranken, denn sie sind genetisch prädisponiert. D.h. ihr Diabetesrisiko ist von vorne weg höher. Schon heute gibt es in China und Indien zusammen rund fünf Mal so viele Diabetiker wie in den USA. Ohnehin steuern wir weltweit auf eine Diabetes-Pandemie zu.

Welches sind die Werttreiber im Healthcare-Sektor?

Nach wie vor gibt es „weiße Flecken“ in der medizinischen Versorgung. D.h. es gibt noch viele Erkrankungen, für die es keine bzw. keine effektive Therapie gibt. Dieser ungedeckte medizinische Bedarf existiert nicht nur bei seltenen Erkrankungen, an denen nur eine geringe Anzahl an Patienten leidet, sondern auch für Erkrankungen wie Alzheimer, die sich aufgrund ihrer großen Patientenzahlen zu einer massiven Belastung aller betroffenen Volkswirtschaften ausweiten. Ein Unternehmen, das in der Lage ist, eine Therapie gegen eine Erkrankung wie Alzheimer zu entwickeln, welche die Ursache der Erkrankung (und nicht nur die Symptome wie bislang) bekämpft und damit den Ausbruch der Erkrankung bzw. den Krankheitsverlauf verzögert, das also den volkswirtschaftlichen Schaden verringert, wird eine große Preissetzungsmacht haben.

Eng mit dem nach wie vor vielfach existierenden ungedeckten medizinischen Bedarf verknüpft ist das Thema Innovation. Der Healthcare-Sektor ist reich an Beispielen, in denen durch Innovation neue Märkte geschaffen (z.B. Krebs) oder existierende Märkte massiv ausgeweitet wurden bzw. werden, wie aktuell z.B. bei Hepatitis C. Mit Innovation kommt Preissetzungsmacht. Und die große Welle an Innovationen steht uns noch bevor: So forschte z.B. die pharmazeutische Industrie (Pharma- und Biotechnologieunternehmen) über Jahrzehnte an nur ca. 500 sogenannten Targets (Moleküle, die einen Interventionspunkt zur Beeinflussung einer Erkrankung darstellen). Das Humane Genom Projekt sowie die nachfolgende Forschung haben die Anzahl der Targets dramatisch erhöht. Heute forscht die Industrie an einigen Tausend Targets.

Es gibt außerdem keinen anderen Sektor mit so vielen Produkten und Dienstleistungen, für die keine Substitute bzw. keine Elastizität der Nachfrage existieren. Wenn jemand an einer schwerwiegenden Krankheit erkrankt, benötigt er eine bestimmte Therapie, sonst drohen Einschränkung der Lebensqualität bzw. massiver Leidensdruck, Verlust der Arbeitskraft oder schlimmstenfalls Tod. So muss z.B. ein dialysepflichtiger Patient mit fortgeschrittener Niereninsuffizienz wöchentlich mehrmals zur Dialyse gehen. Ansonsten stirbt er. Selbst in Fällen, in denen keine Krankenversicherung vorhanden ist oder diese die Kosten nicht übernehmen will, wird man seinen letzten Cent für die Erhaltung der Lebensqualität, Arbeitskraft oder sogar des eigenen Lebens ausgeben.

Welche Zyklen gibt es im Healthcare-Bereich?

Die meisten Subsektoren des Healthcare-Sektors unterliegen keinen Zyklen. Der Bedarf an den entsprechenden Produkten und Dienstleistungen ist stetig und größtenteils unabhängig von den allgemeinen Konjunkturzyklen. Hinzu kommt, dass in vielen Ländern ein großer Teil der Kosten vom Staat getragen wird. Die Unternehmen des Sektors zeigen daher stabile Umsätze, Gewinne und Cash Flows sowie eine i.d.R. geringe Fremdkapitalbelastung. Das verleiht den Unternehmen des Healthcare-Sektors eine relative Immunität gegenüber wirtschaftlichen Abschwüngen.

Werden die guten Perspektiven nicht von ständigen Kostensenkungsmaßnahmen der Regierungen getrübt?

Im Zusammenhang mit der sich abzeichnenden Kostenexplosion im Gesundheitswesen wird immer wieder die Frage gestellt, wer denn das alles noch bezahlen soll. Diese Frage ist jedoch schon fast so alt wie der Healthcare-Sektor selbst. Entsprechend gab es auch immer wieder mehr oder weniger erfolgreiche Interventionen der Politik, um die Kosten im Zaum zu halten (die sich aber i.d.R. nicht gegen innovative Produkte und Dienstleistungen richteten). Trotzdem ist der Healthcare-Sektor auch in diesen Ländern schneller gewachsen als deren BIP. Tatsache ist, dass die Mühlen der Politik in Bezug auf Healthcare sehr langsam mahlen. Healthcare hat eine starke Lobby. Diese setzt sich nicht

nur aus den Lobbyisten der Industrie und ihrer Arbeitnehmer zusammen, sondern aus der Gemeinschaft aller Patienten. Und da diese v.a. in der älteren Bevölkerung anzutreffen ist, die einen immer größeren Anteil in der Gesamtbevölkerung einnimmt, wäre es unklug von Politikern, diese Wählerschaft durch entsprechende Einschnitte oder eine zunehmende Abwälzung der Kosten auf sie zu verärgern. Deshalb sollte man hinsichtlich Änderungen in der Gesundheitspolitik auch nicht den Maßstab von Jahren, sondern eher Dekaden ansetzen. So bedurfte es z.B. in den USA mindestens zweier Präsidenten und zwei Jahrzehnten bis erst unter Barack Obama im Jahr 2010 eine Healthcare-Reform durchgesetzt werden konnte – von der im Übrigen die überwiegende Zahl der Healthcare-Unternehmen profitiert hat! Letztendlich muss die Frage also nicht lauten, wer denn das alles bezahlen soll, sondern was uns unsere Gesundheit wert ist. Diese Frage muss jede Gesellschaft für sich beantworten. Den USA ist ihre Gesundheit mehr als 17% ihres BIPs wert. Deutschland liegt bislang bei über 11%, während der Durchschnitt der OECD-Länder bei knapp 10% liegt. Repräsentanten von OECD und WHO glauben, 11-12% wären adäquat. Der Löwenanteil der Länder dieser Erde liegt weit unterhalb dieses Wertes und hat damit noch massiven Aufholbedarf. Davon werden Healthcare-Unternehmen weltweit profitieren.

Es gibt rd. 40 Healthcare-Fonds in Deutschland. Was machen Sie anders?

Obwohl wir schon mehrfach dafür ausgezeichnet wurden, verlassen wir uns nicht nur auf unser fundamentales Wissen über den Sektor. Das ist unserer Ansicht nach heutzutage nicht mehr ausreichend, um den Rendite/Risiko-Ansprüchen der Investoren gerecht zu werden. In acevos Anlagestrategie werden deshalb die drei grundlegenden Ansätze der Kapitalmarktanalyse – die quantitative, die fundamentale und die technische Analyse – auf synergistische Weise zu einem strukturierten, systematischen und skalierbaren Investmentprozess verbunden. Integraler Bestandteil und gleichzeitig erster Schritt dieses Prozesses ist das eigenentwickelte ACAD-Modell. Dabei handelt es sich um ein prospektiv designtes quantitatives Modell, das auf proprietären, Healthcare-Sektor-spezifischen Algorithmen beruht, die ihrerseits die Basis für ein absolutes Bewertungsverfahren darstellen. Damit lassen sich Healthcare-Unternehmen über unterschiedliche Subsektoren, geographische Regionen, Eigenkapitalquoten und Rechnungslegungsgrundsätze hinweg auf Basis ihrer operativen Leistungsfähigkeit vergleichen und selektieren. Die Erkenntnisse aus dem ACAD-Modell werden im zweiten Schritt des Prozesses mit einer auf Subsektor-spezifischen Fragestellungen beruhenden, qualitativen Fundamentalanalyse auf Basis eines Bottom-Up-Ansatzes verknüpft. Wenn durch die zwei ersten Schritte die grundsätzliche Entscheidung für ein Investment getroffen ist, wird im dritten Schritt mittels proprietärer Tools der technischen Analyse das optimale Timing für den Einstieg ermittelt.

Was beinhaltet Ihr ACAD-Modell und welchen Nutzen ziehen Sie daraus?

Im Gegensatz zu den im Aktiensegment gängigen Screening-Modellen, welche i.d.R. auf relativen Bewertungsgrößen und anderen Parametern beruhen, die im Grunde nur eine Momentaufnahme eines Unternehmens reflektieren, beruht das ACAD-Modell auf einem absoluten Bewertungsverfahren, welches in der Lage ist, den langfristigen Wert des Unternehmens zu erfassen. Ein weiterer, wichtiger Vorteil des ACAD-Modells ist die Tatsache, dass es sich um ein prospektives, also in die Zukunft gerichtetes Modell handelt. Damit hat es im Gegensatz zu den im Aktiensegment weit verbreiteten retrospektiven und auf Database Mining beruhenden Screening-Modellen einen hohen Vorhersagewert.

Das ACAD-Modell ermöglicht acevo ein extrem schnelles Screening eines beliebig großen, globalen Healthcare-Research-Universums, basierend auf der absoluten Bewertung jedes einzelnen Unternehmens. Wir sparen bei der Bewertung von Unternehmen daher sehr viel Zeit ein, die wir dann für eine zielgerichtete, qualitativ hochwertigere Fundamentalanalyse nutzen können, die in einer besseren Titelselektion resultiert. acevos Team analysiert also nur Unternehmen, für die das ACAD-Modell Potenzial anzeigt. Das ACAD-Modell führt somit zu einer enormen Beschleunigung des gesamten Research-Prozesses und verbessert gleichzeitig die Tiefe und Qualität der fundamentalen Analyse. Somit maximiert ACAD die Anzahl der analysierbaren Investment Cases und maximiert

damit die Wahrscheinlichkeit, die künftigen Top Performer im globalen Healthcare-Universum zu finden.

Wie halten Sie es mit dem Risikomanagement?

Das Risikomanagement ist bei acevo bereits fest in der Anlagestrategie verankert. Diese basiert auf einem Long/Short-Ansatz mit Long Bias. D.h. die Strategie sieht vor, so lange long zu sein, wie das ACAD-Modell Upside im Sektor bzw. in den Subsektoren findet. In dem Maß, wie das Upside abnimmt, wird die Short-Seite ausgeweitet. Dieser Ansatz trägt dem Umstand Rechnung, dass typische Long/Short-Strategien langfristig durchschnittlich mehr Verluste auf der Short- als auf der Long-Seite realisieren. Die Short-Seite soll somit nicht als reine Hedging-Maßnahme, sondern mittels aktiver Shorts zur Reduzierung der Marktkorrelation und gleichzeitiger Maximierung des Information-Ratios eingesetzt werden. Im Rahmen des Risikomanagements kommen außerdem stringente Risikobudgets auf Einzeltitel- und Portfolioebene zum Einsatz. Währungsrisiken werden abgesichert. Abgesehen davon birgt unser Anlageuniversum mit einem durchschnittlichen Beta von unter 0,80 grundsätzlich ein signifikant geringeres Risiko als der breite Aktienmarkt. Insofern ist der Healthcare-Sektor im Allgemeinen und speziell unser Fonds eine gute Option in unsicheren Zeiten am Aktienmarkt.

Welche Zielgruppe haben Sie für den Fonds im Visier?

Die längere Lebenserwartung der Menschen sowie die Kostenexplosion im Gesundheitswesen werden zu einem Problem für Lebens-, Renten- und Krankenversicherungen. Insofern stellt unser Fonds einen Hedge für diese institutionellen Anleger dar. Diese haben jedoch noch eine gewisse Flexibilität durch die Anhebung der Versicherungsbeiträge. Deshalb richtet sich unser Fonds auch an all diejenigen, die über die letzten Jahre hilflos mitansehen mussten, wie ihre Versicherungsbeiträge z.T. massiv gestiegen sind (v.a. die privat Krankenversicherten) oder Leistungen reduziert wurden (v.a. die gesetzlich Krankenversicherten, die deshalb Zusatzversicherungen abschließen mussten). Die steigenden Kosten im Gesundheitswesen werden unweigerlich zu einer weiteren Anhebung der Versicherungsbeiträge führen. Daher ist unser Fonds insbesondere für die Versicherten eine ideale Absicherung gegen steigende Kosten im Gesundheitswesen, richtet sich aber auch an alle anderen, die einfach nur vom Wachstum des Healthcare-Sektors profitieren wollen.

Über welche Bezugswege kann man den Fonds kaufen?

Über die meisten Banken, Sparkassen, Direktbanken und Fondsplattformen in Deutschland sowie über den Fondsservice der Börse Hannover.

Hamburg, den 15. Oktober 2014

Das Interview wurde geführt von Thomas Reinhold vom BERENBERG Vermögensverwalter Office, das als Verwahrstelle für den genannten Fonds fungiert.

ACEVO Global Healthcare Absolute Return UI

WKN A1111D

Sven Hoppenhöft

040 / 350 60-8331

sven.hoppenhoeft@berenberg.de

Thomas Reinhold

040 / 350 60-8347

thomas.reinhold@berenberg.de

BERENBERG

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

Vermögensverwalter Office

Neuer Jungfernstieg 20

20354 Hamburg

www.berenberg.de/vvo