

17. Januar 2000

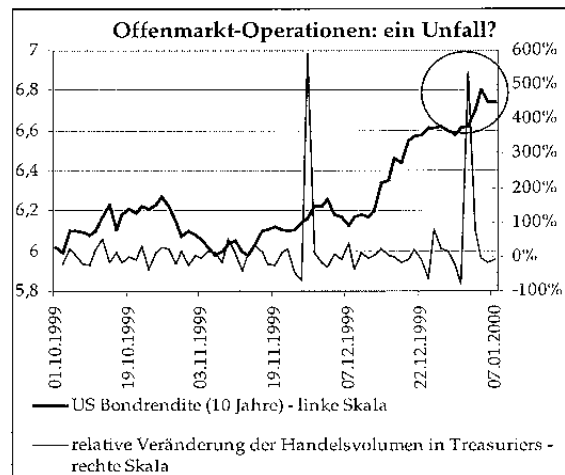
Auf der Suche nach Werten

1. In der Tat: Keine Verschnaufpause!

Es kann fast ein wenig lästig sein, wenn Voraussagen allzu wörtlich eintreffen. Wir wiesen im Dezember 1999 angesichts des stupenden Anstiegs der Aktienkurse darauf hin, dass damit das allgemein erwartete Januar-Rally bereits vorweggenommen sein könnte. Es wurde ja immer klarer, dass die im Hinblick auf die Millennium-Problematik aufgebaute Liquidität bereits im Dezember teilweise wieder in renditeträchtigere Anlagen investiert wurde. Antizipation, Vorwegnahme allgemein erwarteter wirtschaftlicher Vorgänge, hat einen ausgleichenden Effekt auf den Verlauf der Märkte: Was früher bereits gestiegen ist, wird es später nicht mehr tun.

Dass dann das neue Jahr aber gleich mit einer Art von System-Unfall beginnen würde, wäre zum Beleg der Antizipationsthese nun auch wieder nicht nötig gewesen. Was wir in den ersten Tagen des Monats Januar an den Finanzmärkten erlebten, kann füglich als Schulbeispiel für das Zusammenspiel zwischen Antizipation und allgemeiner, aber unrichtiger Markterwartung bezeichnet werden. Auf der einen Seite war das System, sprich das weltweite Bankensystem, in ausserordentlichem Masse liquid. Jedermann wusste, dass die Notenbanken in grosszügiger Weise Liquidität zur Verfügung gestellt hatten. Kaum ein Monatsultimo ist je problemloser verlaufen als der Wechsel von 1999 zu 2000. Weil dann der Millenniumswechsel keine bösen Computerüberraschungen zutage förderte, gingen die allgemeinen Erwartungen dahin, dass sich nun die aufgebaute Liquidität wellenartig in die Finanzmärkte ergiessen würde. Was höhere Kurse für Obligationen (bzw. tiefere Renditen) und höhere Aktienkurse hätte zur Folge haben müssen.

Nur: Die Aktien waren ja, in Vorwegnahme eben dieser Bewegung, bereits hoch. Und auf der Obligationenseite wurde zu wenig mit der Möglichkeit gerechnet, dass die Notenbanken, in Sorge um die Steuerung der Geldmenge, rasch und entschlossen den Liquiditätssegen wieder abbauen werden. Am Verlauf des amerikanischen Bondmarkts in den ersten Januartagen lässt sich zeigen, dass das Fed mit grosser Wahrscheinlichkeit Offenmarkt-Transaktionen im Megaformat durchführte. Durch den Verkauf von Bonds, die vorher zwecks Einspeisung von Liquidität erworben worden waren, entzog die amerikanische Notenbank dem System auf diese Weise ziemlich schlagartig längerfristig überschüssige Mittel.

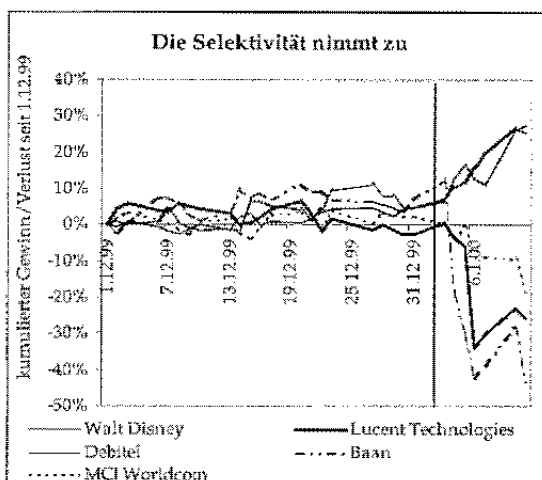


Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Ganz im Sinne der bis anhin so erfolgreichen Kontrolle der Teuerung in den USA, möchte man sagen. Im Markt tönnte es anders. „Zinsängste“ kamen wieder einmal auf, Bedenken also, die Notenbank müsse nächstens mit drastischen Zinserhöhungen der florierenden Wirtschaft einen wirksamen Dämpfer versetzen. Wir sehen die Dinge teilweise anders. Der Renditeanstieg seit Jahresbeginn ist auf Bond-Bestände zurückzuführen, welche im Übermass aus dem Notenbank-System wie auch aus der Bankenwelt (die sich anscheinend auch mit einem Übermass an Obliga-

tionen liquid hielt) auf den Markt kam. Die Käuferseite war noch nicht bereit. Ein Kurszerfall bzw. ein Renditeanstieg war eigentlich nur logisch. Kommt dazu, dass infolge der nach wie vor erstaunlichen Konjunktur in Amerika und angesichts der nun doch etwas verbesserten Aussichten in Europa zu Recht eine gewisse Anspannung an den Zinsmärkten herrscht, wenngleich von wirklicher Inflationsgefahr in keiner Weise gesprochen werden kann: Höheres Wachstum bedeutet höhere Nachfrage nach Geld, sichtbar zum Beispiel an einigen sehr ambitionierten Emissionen. Deshalb sind steigende Zinsen nichts völlig Überraschendes.

Da nun aber Zinsen eine ganz entscheidende Einflussgröße für sehr viele andere Preise an den Finanzmärkten sind, und weil selbstverständlich allen erfahrenen Marktteilnehmern die Schrecken inflationärer Zeiten noch in den Gliedern stecken, ist es keinesfalls abwegig, wenn auch die Aktienbörsen in solchen Phasen in Aufruhr geraten. Die Kursauschläge seit Anfang Januar sind sehr beträchtlich. Auf dem einen Titel konnte man sich eine goldene Nase verdienen, beim andern wähnt man sich kurz vor dem Untergang.



Es ist offensichtlich: Angst und Euphorie wechseln sich gegenseitig ab. Und ebenso offensichtlich ist, dass ein hohes Mass an Unsicherheit darüber besteht, ob und in welcher Höhe eine Unternehmung etwas wert ist oder nicht. Wenn man beispielsweise die beiden europäischen Hersteller für Unternehmens-Software, die niederländische Baan und die deutsche SAP, miteinander vergleicht, so kann man ja trotz einiger Führungsschwierigkeiten bei Baan doch kaum behaupten, dass alles, was vorher (d.h. am 3.

Januar 2000) offenbar insgesamt 3,2 Milliarden Euro wert gewesen sein soll, nach einigen wenigen Tagen nur noch 1,6 Milliarden Gegenwert darstellt. Umgekehrt hat man aber auch ein wenig Mühe nachzuvollziehen, weshalb innerhalb desselben Zeitraums die Börsenkapitalisierung des Konkurrenten SAP um 10 Milliarden Euro auf 66 Milliarden gestiegen sein soll.

Die Märkte sind auf der Suche. Die enorme Selektivität bedeutet nichts anderes, als dass immer neue Einsichten auf Gebieten, in denen zumeist keinerlei Erfahrung vorhanden ist, zu völlig neuen Erkenntnissen und zuweilen brutalen Korrekturen führen. Ständiger Trial und Error auf dem Wege, Wert zu eruieren. Das ist das Thema dieses Jahres, vielleicht dieses Jahrzehnts, und mithin des ersten Anlagekommentars in diesem Jahr.

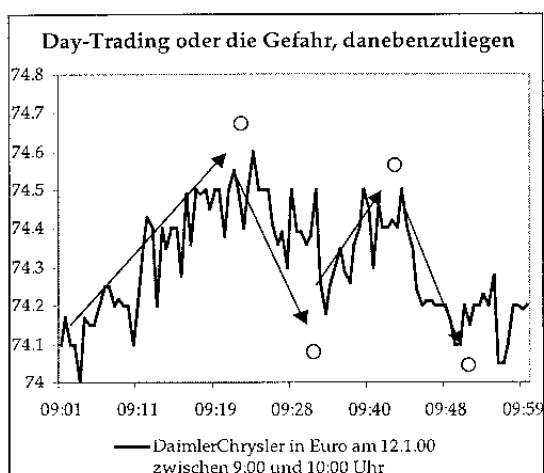
2. Vom Day-Trading zum Sekundenhandel

Die sinkenden Informations- und Transaktionskosten, die sich aus dem direkten Zugriff der Anleger auf die elektronischen Kommunikationssysteme ergeben, haben zu eindeutig mehr Hektik geführt. Hektik misst man an den Märkten mit der statistischen Grösse der Volatilität, der Bandbreite von Kursauschlägen innerhalb eines Zeitabschnitts. Die Volatilitäten sind, auch nach der Normalisierung im Gefolge der Finanzkrise von 1998, im Vergleich zu früher immer noch hoch.

Sicherlich ist auf der einen Seite der professionelle Teil der Anleger, die mit Blick auf die kurzgefassten Berichterstattungsintervalle zu Aktivismus neigen (müssen), für einen Teil der Hektik verantwortlich. Welche Institution, welches High Net Worth Individual hält sich schon einen Portfoliomanager, damit dieser nichts tut? Häufig sind zudem die Entschädigungsstrukturen dieser Beauftragten direkt oder indirekt mit dem Transaktionsvolumen verknüpft – eine an sich unselige Sache, die sich aber hartnäckig hält. Weshalb? Weil auch bei vielen Auftraggebern die Vermutung, Aktivismus sei grundsätzlich dem passiven Zuschauen vorzuziehen, überwiegt. Vor allem in den USA hat der Anteil von solchermaßen „professionell“ betreuten Vermögen zugenommen; die Hektik kommt also nicht von ungefähr.

Auf der andern Seite hat sich eine Gilde von Marktteilnehmern gebildet, die in immer

kürzer werdenden Zeitabständen Finanzinstrumente (Aktien, vor allem aber auch Optionen) kaufen und verkaufen. Die Bezeichnung „Day-Trading“ ist eher ein Understatement. Über Internet- und andere Transaktionsplattformen folgen sich Käufe und Verkäufe innert kürzester Zeit. Diese Markt-Oszillatoren verstärken die Ausschläge vermutlich in beträchtlicher Weise. Empirisches Zahlenmaterial zum Beleg dieser Aussage ist allerdings noch nicht vorhanden. Aus anderen Wissensbereichen weiss man aber, dass Kurzfristprognosen zur Extrapolation neigen und wellenförmige Auf- und Abbewegungen nicht sauber mitvollziehen können.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Eines ist sicher: Mit der sich abfolgenden Extrapolation jeglicher momentaner Trends wird Geld verloren. Das ist nicht weiter tragisch. Der ökonomische Hauptnutzen für den Day-Trader liegt ohnehin nicht im monetären Gewinn, sondern in der Stillung des Spieltriebs. Day-Trader sind in ihrer Funktion als Spekulanten im übrigen echte Risikonehmer und sollten uns im Grunde genommen nicht stören. Sie gehören zum Finanzsystem wie die Ratten zum Stadtkanal. Ohne sie wäre manche Röhre bald einmal verstopft; Day-Trader sorgen dafür, dass der Trial and Error im Markt dann und wann etwas schneller vor sich geht.

Aus unserer Sicht kommt man allerdings nicht darum herum, sich für die eine oder die andere Art des Anlagestils zu entscheiden. Day-Trading ist nicht irgendeinen Yuppies in New York und London vorbehalten. Über das Internet können wir uns alle, auch im hintersten Nest im Calancatal, sekundlich über die neusten Entwicklungen an der Wall Street informieren, und wir sind auch in der

Lage, sofort einzugreifen. Ob man von dieser grundsätzlichen Befähigung auch Gebrauch machen soll, steht auf einem andern Blatt.

Eigentlich spricht nämlich alles dafür, dass Ruhe und langfristiges Kalkül in vielerlei Hinsicht überlegen sind. So zeigen statistische Berechnungen, dass bereits über einen Zeithorizont von 8 Jahren sich die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes auf diversifizierten Aktienanlagen zur Bedeutungslosigkeit reduziert. Kurzfristige Schwankungen beflügeln und enttäuschen den Day-Trader, den langfristig orientierten Investor müssten sie (eigentlich) ein Lächeln kosten. Die Orientierung auf einen langen Zeithorizont erheischt allerdings von allen Akteuren ein hohes Mass an Disziplin; Disziplin wiederum ist aber nur erreichbar und wird nur eingehalten, wenn dahinter auch Überzeugungen stehen, die nicht beim geringsten Gegenwind in sich zusammenfallen.

3. Der Zwang zur Nachhaltigkeit

Zum Thema „Shareholder-Value“ wurde in den letzten Jahren viel Tinte und Drucker-schwärze verbraucht. Es lohnt sich nicht, auf die ethisch verbrämte und oft recht unehrliche Kritik um die Gefahren einer „lediglich auf Gewinn ausgerichteten Unternehmensstrategie“ zurückzukommen. Diese Position wurde und wird allzu oft und allzu lautstark von Leuten vertreten, die aus einer Zeit stammen, in welcher die Unternehmungen systematisch Shareholder-Value vernichtet hatten, um irgendwelche Taschen von irgendwelchen Stakeholdern zu füllen und Pfründe zu sichern. Es war gewiss richtig, dass im Rahmen der grossen Restrukturierungswelle der Neunzigerjahre mit dem scheinheiligen Mief der „volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Verantwortung“ der Unternehmung gründlich aufgeräumt wurde.

Dass dabei mit vereinfachenden Konzepten und mit Kenngrössen gearbeitet wurde, die zwar auf den ersten Blick einleuchten, bei nochmaligem Hinsehen aber auch existentielle Risiken bergen, liegt vermutlich in der Natur der Sache einer revolutionären Phase. So ist die Kritik an der einseitigen Ausrichtung auf den Return on Equity mehr als berechtigt. Unter diesem Titel wurden (und werden immer noch!) Bilanzen und Jahresrechnungen aufgemöbelt, Tafelsilber verscherbelt und absurde Kostensenkungsmassnahmen durchgeboxt. Besonders problema-

tisch sind solche Konzepte, wenn sich der Bonus des Managements nach der Maximierung der Kennzahlen richtet.

Aus ökonomischer Sicht müsste solches auf kurzfristigen Erfolg ausgerichteter „Shareholder-Value-Denken“, welches gar keines ist, längst vorbei sein. Wenn man nämlich unterstellt, dass sich der Wert einer Unternehmung darnach richtet, was in Zukunft an Wertschöpfung erarbeitet werden kann, und wenn man weiter unterstellt, dass Aktienkurse im Durchschnitt und längerfristig diese künftige Wertschöpfung widerspiegeln, dann ist von grösster Bedeutung, von welcher Qualität die Erwartung für diese künftige Wertschöpfung ist. Einen Teil dieser geforderten Qualität macht das Niveau der Zinssätze aus. Je höher die Zinsen, desto weniger wichtig ist alles, was weiter entfernt in der Zukunft liegt. Und umgekehrt sind weit in der Zukunft liegende Umstände bedeutend wichtiger, je tiefer die Zinssätze sind. Die Diskontierungsformel gibt diesen Zusammenhang wieder, er ist aber auch intuitiv einleuchtend: Wieviel wäre ich bereit, heute für ein weit in der Zukunft fällig werdendes Guthaben zu bezahlen? Sicherlich weniger, wenn mich das Geld mehr kostet, und sicherlich mehr, wenn Geld weniger teuer ist.

Wie wir schon verschiedentlich dargelegt haben, sprechen vielerlei Gründe gegen die Annahme, dass die Zinsen weltweit bald wieder einmal in ein Schema der Siebziger- und der frühen Achtzigerjahre zurückkehren könnten. Die Bondmärkte und die Devisenmärkte sind zu effizient geworden, als dass eine Notenbank so mir nichts, dir nichts inflationäre Geldpolitik veranstalten könnte. Und der Technologieschub tut das seinige dazu, dass über laufende Produktivitätssteigerungen teuerungstreibende Kapazitätsengpässe vermieden werden.

Wenn diese Annahme weiterhin relativ tiefer Zinssätze aber zutrifft, dann ist auch klar, dass die Perzeption des „Shareholder-Values“ einen viel längerfristigeren Charakter annehmen muss. Langfristig zu erwartende Wertschöpfung ist ganz einfach bei tiefen Zinssätzen mehr wert als bei hohen Zinssätzen. Was eine Unternehmung in fünf, ja in zehn Jahren tun wird, ist beim vorgezeichneten Zinsszenario relevant.

Geht man nun, wie gesagt, davon aus, dass Aktienkurse im Durchschnitt und längerfristig den Wert der künftigen Wertschöpfung

widerspiegeln, dann bedeutet dies auch, dass für die Aktienmärkte weit in der Zukunft liegende Umstände relevanter sind, je tiefer die Zinssätze angesetzt sind. Wir prognostizieren, dass sich genau aus diesem Grunde die Finanzanalyse in den nächsten Jahren von den kurzfristig relevanten Kennzahlen abwenden und vermehrt den längerfristigen Aspekten der Unternehmensentwicklung Aufmerksamkeit schenken wird.

4. Wie bewertet man weiche Faktoren?

Der grosse Vorteil des auf kurze Frist ausgelegten Shareholder-Value-Denkens war, dass man es in diesem der Gegenwart sehr nahen Zeitraum mit harten Fakten und genauen Zahlen zu tun hat. Der momentane Aktienkurs, geteilt durch den Gewinn des Vorjahres: Wie schön klar ist doch eine Kennzahl wie die Price/Earnings-Ratio! Und selbst wenn man sich ein ganz klein wenig in die unmittelbare Zukunft vorwagt und zum Beispiel eine Schätzung des diesjährigen freien Cash-Flows vornimmt, diesen allenfalls in Beziehung setzt zum eingesetzten Kapital – man bewegt sich immer noch in einem Genauigkeitsbereich, der zwei Stellen nach dem Komma zulässt.

Wenn nun aber weiter in der Zukunft liegende Umstände deutlich relevanter werden, dann kommt man nicht darum herum, sich zu überlegen, was denn den langfristigen Erfolg einer Unternehmung ausmacht. Gewiss, zum langfristigen Erfolg gehört auch, möglicherweise sogar in erster Linie, der heutige wirtschaftliche Erfolg. Auf kränklische und anämische Unternehmungen zu setzen wäre falsch. Dennoch: Eine strahlende momentane Ertragskraft ist nicht alles. Es stellt sich vielmehr die Frage nach dem übrigen Potential.

Beispielsweise sagt eine momentan günstige Zahlensituation noch nichts darüber aus, wie wohl sich die Kunden fühlen. Vielleicht hat man sie soeben durch Kostensenkungsmassnahmen, die auf die Dienstleistungsbereitschaft drücken, vor den Kopf gestossen. Auch sagen erfreulichste Zahlen nichts darüber aus, wie es sich mit der Stimmung im Personal verhält. Und der schönste Return on Equity gibt keine Auskunft darüber, wie loyal sich das Management in Zukunft verhalten wird – im Gegenteil vielleicht: Je schöner aufgeputzt die Gegenwart, desto mehr Potential ist möglicherweise für die Zukunft verschenkt. Das LTCM-Engagement

der UBS war ein typisches Beispiel für eine momentan zwar lukrative Strategie, verbunden jedoch mit gut kaschiertem Belastungspotential für die Zukunft.

Das grosse Problem bei der Beurteilung des nachhaltigen Erfolgs einer Unternehmung liegt darin, dass mit dem grösseren Zeithorizont die weicheren Faktoren immer mehr überhandnehmen. „Weiche Faktoren“: Dazu gehören beispielsweise

- ein auf langfristige Zufriedenheit ausgelegter Umgang mit den Kunden,
- eine Personalpolitik, die bezüglich Ausbildung, Karriereplanung, Salariierung und Honorierung der Firmentreue nicht nur das laufende, sondern auch das Jahr 5 und das Jahr 10 optimiert,
- eine Investitionspolitik, die durch genügend grosszügige Verzichte auf heutige Gewinne Chancen für die Zukunft eröffnet
- ein Beteiligungsschema für das Kader, das die Parallelität der Anreize mit den Interessen der Aktionäre sicherstellt
- ein unternehmensinternes Klima, das Tugenden (ein altmodisches Wort, aber...) wie „Anstand“, „Rücksichtnahme“ und „Teamfähigkeit“ respektiert, gegebenenfalls auch honoriert. Alles spricht heute von „Knowledge-Management“. Was nützt aber ein hoher Stand von Know-How, wenn das Wissen nicht geteilt wird und es sich in der Firma nicht multiplizieren kann?
- aus der Einsicht, dass die Unternehmung ihre Existenzberechtigung im wesentlichen aus dem Zusammenwirken von Individuen und Gruppen bezieht, eine Kultur von Führungsinstrumenten, die nicht systematisch den Egoisten und den rücksichtslosen Ellböglern bevorzugen. Profit-Center-Fetischismus und übertriebenes Kostenstellendenken sind für den Aufbau einer auf Langfristigkeit ausgelegten Unternehmenskultur letal.
- ein Umgang mit der näheren und ferneren Umwelt der Unternehmung, die alles in allem vertretbar erscheint und nicht durch negative externe Effekte berechnete Gegnerschaft aufkommen lässt,
- eine Finanzstrategie, die bei aller Freude an Leverage-Effekten ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Verschuldung und

Eigenkapital im Auge behält, so dass auch einmal die eine oder die andere Krise schadlos überstanden werden könnte.

Nachhaltige Unternehmensentwicklung ko-inzidiert mit anderen Worten ziemlich weitgehend mit Forderungen, wie wir sie aus Kreisen der Wirtschaftsethik zu hören bekommen. Wenn man den langfristigen Erfolg beurteilen will, dann kommt man um die Frage „Wie hält es die Unternehmung, wie hält es das Management mit Werten?“ nicht herum. Und wie immer auf diesem Gebiet ist es halt so, dass nicht die schönen Worte (und Leitbilder) zählen, sondern die tatsächliche Haltung.

Nachhaltigkeit ist nicht gratis zu haben. Die „weichen Faktoren“ kosten kurzfristig Geld. Es handelt sich um Investitionen in eine fernere Zukunft. Und selbstverständlich sind wir Ökonomen genug, um auch die Zunahme externer Effekte über den langen Zeithorizont zu sehen. Manche grosszügige Personalpolitik wurde schon durch kündigende wohlausgebildete Mitarbeiter desavouiert. Die externen Effekte erschweren sowohl das Leben der Unternehmensleitung wie auch derer, die den Wert der Unternehmung über „harte“ und „weiche“ Faktoren zu eruieren haben. Am Prinzip ändert sich jedoch nichts: Je tiefer die Zinsen, um so relevanter die fernere Zukunft, und je ferner die Zukunft, um so relevanter die weichen Faktoren und um so einschneidender die externen Effekte.

Aus rein ökonomischen Gründen, die sich aus unserer langfristigen Zinsprognose herleiten, sagen wir voraus, dass sich in den kommenden Jahren die Betriebswirtschaftslehre, die Unternehmensberatung, das Managementtraining und auch die Finanzanalyse vermehrt mit „weichen Faktoren“ und damit mit der Wertefrage wird auseinandersetzen müssen. Nachhaltigkeit hat im vorliegenden monetären Umfeld einen ökonomischen Wert erhalten. Die Implikationen dieser Feststellung können sowohl in wirtschaftlicher wie auch in gesellschaftspolitischer Sicht gar nicht überschätzt werden.

5. Und die Internet-Bubble - steckt da auch „Wert“ dahinter?

Die geneigte Leserschaft mag dem Kommentator aus St.Gallen vorhalten, die Nachdenklichkeit zu Beginn eines neuen

Jahrtausends sei ihm definitiv nicht gut bekommen. Er möge sich von den Höhen ethischer Salbaderei wieder auf den Boden der real existierenden Anlagefragen zurückbewegen. Zum Beispiel möge er gefälligst Stellung nehmen zur Frage, was denn der gewaltige Boom bei den Technologie-Aktien mit seinen auf langfristige Unternehmensentwicklung ausgelegten Überlegungen zu tun habe. Schliesslich habe der Leser Anrecht darauf zu wissen, ob man z.B. Internet-Stocks noch kaufen solle oder nicht. Den Rest könne er sich, bitte schön, für die Sonntagspredigt aufbewahren.

Eben gerade nicht. Gerade bei den Internet-Aktien versagen ja sämtliche gängigen Bewertungsmethoden, denn die meisten Unternehmungen verdienen vorderhand wenig bis überhaupt nichts. Nebst bedenklichen Ertragszahlen stimmen auch häufig nicht einmal die Umsätze. Potential ist alles. *Potential!* Und zwar nicht jenes von heute und morgen, sondern – eben – jenes in den Jahren 3, 4, 5 oder darnach. Es stellt sich also gerade in diesem Bereich die Frage der Nachhaltigkeit einer Entwicklung, die erst richtig begonnen hat und die mit Mergers à la AOL/Time Warner soeben erste tiefgreifende und volkswirtschaftlich relevante Strukturbeben zeitigt.

Nun wird man mit Werten wie „Loyalität“, „Verantwortungsbewusstsein“ und dergleichen im Internet-Bereich in der Tat nicht viel ausrichten können. Gefragt sind selbstverständlich doch eher ökonomische Werthaltigkeiten und Kalküle. Etwas salopper gesagt stellt sich doch angesichts der gewaltigen Börsenkapitalisierungen von Internet-Aktien ganz einfach die Frage: Kann man denn irgendwann mit dem Zeug auch einmal Geld verdienen? Die Bedenken sind schon gerechtfertigt, wenn man zum Beispiel daran denkt, dass der Internet-Anbieter Yahoo! heute mit etwa 95 Milliarden Dollar Börsenkapitalisierung beinahe doppelt so gross ist wie Philip Morris, oder dass Amazon.com mit etwas über 20 Milliarden Dollar ebenfalls doppelt so gross ist wie beispielsweise Holderbank (11 Mrd.). Philip Morris erwirtschaftete 1999 einen Gewinn von schätzungsweise 7 bis 8 Milliarden, Holderbank immerhin rund 500 Millionen Dollar, währenddem Yahoo! lediglich 200 Millionen ausweisen kann und Amazon.com einen Verlust von etwa 160 Millionen erlitt.

Wenn man Internet lediglich als Werbepattform und als Medium für den elektronisch organisierten Versandhandel anschaut, dann sind Zweifel daran, ob man mit dem Zeug auch einmal Geld verdienen könne, absolut gerechtfertigt. Internet lässt die Margen auf Null schrumpfen. Jeder einzelne Konsument ist in der Lage, mit geringem Aufwand Arbitrage zwischen den Anbietern zu betreiben. Internet zwingt, mikroökonomisch gesprochen, die Preise für Güter in Richtung Durchschnittskosten und eliminiert damit für die Anbieter den ökonomischen Profit. Dass ein Betreiber von Plattformen und Gateways unter diesem Regime der systematischen Margenverengung wird selber dereinst mehr verdienen können als eine Philip Morris und eine Nestlé und eine DaimlerChrysler zusammen, lässt sich füglich bezweifeln.

Der Schlüssel zum Verständnis für die enormen Bewertungen liegt in einer anderen Überlegung. Die geschilderte Möglichkeit der Arbitrage zwischen verschiedenen Anbietern trifft lediglich zu für austauschbare Güter. Für *nicht-austauschbare Güter* und insbesondere für die meisten Dienstleistungen gilt genau das Gegenteil: Mit Internet lässt sich in beinahe idealer Weise kundenindividuelle Preisdiskrimination durchführen. Was ist darunter zu verstehen?

In der Mikroökonomie unterscheidet man bekanntlich zwischen Angebot und Nachfrage. Wo sich beide Kurven treffen, herrscht die Bereitschaft beider Seiten zum Austausch von Leistungen. Der so gefundene Preis für ein Gut ist ein Gleichgewichtszustand. Nun gibt es aber „das“ Angebot und „die“ Nachfrage nur in der Theorie des Lehrbuchs. Die Aggregation von individuellen Nutzenfunktionen ergibt in der Praxis immer nur eine Annäherung, mit der man vielleicht leben kann und die irgendwie das Geschäft ermöglicht, aber stets suboptimal ist. Denn der eine individuelle Käufer wäre möglicherweise aufgrund seiner spezifischen Disposition und Gelüste bereit, für ein bestimmtes Gut mehr zu bezahlen – an ihm verdient man mit dem aggregierten Gleichgewichtspreis zu wenig, bzw. er konsumiert eigentlich zu viel. Einem andern bietet man ein Gut für einen zu hohen Preis an, er konsumiert im Grunde genommen zu wenig. Preisdiskrimination erlaubt nun, zwischen dem einen und dem andern Käufer zu unterscheiden und die Güter zu den jeweils individuell optimalen Gleichgewichtspreisen anzubieten. Das Re-

sultat ist ein echter ökonomischer Profit. Immer vorausgesetzt, dass die Güter nicht austauschbar sind.

Zur Verdeutlichung dieser vielleicht etwas theoretisch tönenden Überlegungen: Die aggregierten Angebots- und Nachfragekurven sind vergleichbar mit einem Eisenbahnzug. Er fährt zu *einer* bestimmten Zeit, die Billette kosten für jeden, ob für ihn nun die Reise wichtig sei oder ob er sich nur auf einen AHV-Ausflug begibt, genau gleich viel. Der Zug fährt in einem einheitlichen Tempo, ob die Passagiere unter Zeitdruck stehen oder ob sie erst am Abend am Bestimmungsort eintreffen müssen. Preisdiskrimination entspricht dagegen dem Individualverkehr. Jeder fährt zu der ihm genehmen Zeit ab, fährt so schnell, wie es ihm behagt, und hat einen seinen individuellen Komfortvorstellungen entsprechenden fahrbaren Untersatz.

Der Zusammenschluss zwischen America Online und Time-Warner macht unter dem Gesichtspunkt der Preisdiskrimination sehr viel Sinn. Denn die Angebotspalette von Time-Warner umfasst eine Vielzahl nicht-austauschbarer Güter, nämlich Dienstleistungen. Für den Konsum eines Filmes musste man bis anhin einen einheitlichen Kinotarif anwenden. In Zukunft kann man kundenindividuelles Pricing vornehmen, wenn die nachfragenden Konsumenten über Internet die Disposition ihrer Nutzenkurve bekanntgeben, indem sie beispielsweise für den einen Film mehr bezahlen als für den andern. Oder man kann zumindest nach Segmenten die Preise gestalten. Oder kurz nach der Lancierung eines neuen Streifens mehr verlangen als später. Vorderhand ist man noch auf den einheitlichen Kino-Eintrittspreis angewiesen.

Man darf das Potential der Preisdiskrimination in einer Dienstleistungsgesellschaft nicht unterschätzen. Was auf der einen Seite unter Margendruck erodiert, wird auf der andern Seite durch individuelle Pricing-Power wieder aufgefangen. So gesehen sind die Gewinnprojektionen, die hinter den krass hohen Bewertungen von manchen Internet-Titeln stehen, dann eben auch wieder nicht illusorisch. Internet als Plattform für kundenindividuelle Dienstleistungen verspricht *sehr* rentabel zu werden.

Damit wäre auch gesagt, nach welchen Gesichtspunkten man eine nachhaltige Investitionspolitik in Internetaktien ungefähr

aufbauen sollte. Man muss sich auf diejenigen Kombinationen konzentrieren, die ihren Fokus im Dienstleistungssektor haben. Reine Produkte-Verteil-Maschinen-Anbieter sind zu meiden. So gesehen macht für uns der Einstieg von Kaufhäusern wie Wal-Mart oder KidsRus ins Internet nur wenig Sinn, es sei denn, auch die Verteilerketten fokussieren sich immer mehr auf wertschöpfungsreiche Dienstleistungen. Jede erfolgreiche Bemühung echter und originärer Dienstleister wie beispielsweise Disney in Richtung Internet müsste mit steigenden Aktienkursen belohnt werden.

Die angesprochene Thematik hat vielerlei weitere Implikationen. Beispielsweise stellt sich die Frage, wie sich die Inhaber angesehener und gutverkäuflicher Markennamen („Brands“) im Angesicht der margenerstörenden Maschinerie Internet verhalten sollen. Wird es gelingen, den Brandname zu halten und Arbitrage-Angriffen auszuweichen? Oder macht das Internet zunichte, was in langsamer und zäher Arbeit (und mit viel Investitionen!) aufgebaut worden ist?

6. Deshalb also die Selektivität

Fragen über Fragen, und die meisten in Gebieten, wo Erfahrungsschatz schlicht nicht vorhanden ist. Es wundert deshalb nicht, dass Bewertungsdifferenzen entstehen, wie wir sie in den letzten Monaten und Wochen miterlebt haben. Die Fragen und die (meist vorläufigen) Antworten schlagen sich in höheren und tieferen Aktienkursen nieder. Die Selektivität ist also mehr als berechtigt, und gerade zum Beispiel im Hinblick auf das zuletzt angesprochene Problem der optimalen Strategie für eine „Brand“ gegenüber den Möglichkeiten des Internet ist auch nicht weiter erstaunlich, wenn sehr namhafte Titel dann und wann unter die Räder geraten.

Fragen über Fragen aber auch, wenn man an die Ergebnisse der Diskussion über die Bewertung langfristiger Unternehmensausichten denkt. Die Beurteilung weicher Faktoren führt notwendigerweise auch zu weichen, unscharfen Resultaten. Bewertungsdifferenzen sind die Folge. Ohnehin wird einige Zeit verstreichen, bis die Märkte, mithin auch das Heer von Finanzanalysten, gemerkt haben, dass wertorientiertes Management unter anderem auch einen ökonomischen Wert hat.

Eirmal mehr empfehlen wir in so interessanten wie aufregenden Zeiten die nötige Portion Gelassenheit, das Auf und Ab zu ertragen bzw. durch eine genügende Diversifikation erträglich zu machen. Dass wir uns einbildeten, mit unserer eigenen Selektivität in allen Fällen recht zu haben, oder dass wir der Illusion anheimfielen, mit geschicktem Timing die nächste Marktbewegung immer schön vorwegzunehmen, wäre in hohem Masse töricht. Wir meinen aber durchaus, dass die Bevorzugung von Qualitäten, die ein langfristiges Unternehmenskalkül erraten lassen, sich in der Aktienselektion auszahlen wird, und wir glauben auch, quer durch alle hoch bewerteten Titel da und dort immer wieder Kandidaten zu finden, die nach unseren Gesichtspunkten noch interessantes Potential aufweisen.

KH, 17.1.2000