

## Weshalb Überschwang rational ist

### 1. Besorgt oder überheblich?

Es gibt wohl kaum eine häufiger zitierte Warnung eines Notenbank-Chefs als die „irrational exuberance“ von Alan Greenspan aus dem Jahre 1996. Er äusserte sie in einer seiner vielen Reden bei einem Index-Stand des Dow Jones von etwa 6500 Punkten. Seit-her wird sie bei jedem Börsenrekord von berufener und auch weniger berufener Seite aufs neue hervorgeholt, um die an sich triviale Erkenntnis zu untermauern, dass mit einem Anstieg eines Preises die Gefahr grösser wird, auch einmal tiefere Kurse hinnehmen zu müssen. Greenspan hatte natürlich bis zu einem gewissen Grade etwas anderes gemeint: Er drückte damals (wie auch heute noch, allerdings unter Vermeidung solch drastischer Ausdrücke wie „irrational“ und „Überschwang“) seine Besorgnis darüber aus, dass ein Teil des glänzenden amerikanischen Wirtschaftsgangs in direktem Zusammenhang mit den Anstiegen der Aktienkurse stünden und deshalb ein Kurszerfall nach gehabtem irrationalen Überschwang die US-Konjunktur empfindlich treffen könnte. Die Argumentation ist a priori durchaus einleuchtend: Wenn der Durchschnittsamerikaner 60 Prozent seiner Ersparnisse in Aktien hält und diese Aktien – aus welchen Gründen auch immer – 20, 30 oder mehr Prozent an Wert verlieren, dann hätte eine solche Vermögensvernichtung fraglos einen negativen Einfluss auf das Verhalten der US-Konsumenten. Börsenkurse sind für den Anleger relevant – mit welcher Sensitivität sind sie es auch im gesamtwirtschaftlichen Rahmen?

Die aufgeworfene Fragestellung ist allein deshalb spannend, weil wir ja mittlerweile bei einem Dow-Jones-Stand von beinahe 11000 Punkten angelangt sind und weil zudem der auf die „New Economy“ ausgerichtete Nasdaq-Index noch ganz andere irrationale Überschwänge produziert hat –

die Luft mithin noch dünner sein müsste und sich die Gefahr eines Konjunktur einbruchs infolge Kurskorrekturen in der Zwischenzeit schon mehrmals hätte substantiieren müssen. Weshalb in aller Welt ist denn die Katastrophe noch nicht eingetreten? Noch viel mehr fasziniert uns darüber hinaus aber das Grundsätzliche an der Thematik. Denn wer Begriffe wie „irrational“ oder „Überschwang“ in den Mund nimmt, der gibt vor zu wissen, was rational wäre, und er wirft sozusagen der ganzen weltweiten Gemeinde der Marktteilnehmer vor, etwas Falsches zu denken und zu tun. Im Grunde genommen zweifelt er das Funktionieren von Marktmechanismen an. Ein starkes Stück, selbst für eine Autorität wie einen Notenbank-Chef.

#### Wir bleiben nicht stehen...

Aus Anlass des Erscheinens des 200. Anlagekommentars nehmen wir einige Neuerungen am Erscheinungsbild vor. Anstelle der bisherigen „Anlagepolitik“ wird neu eine zweiseitige Beilage „Die Märkte auf einen Blick“ herausgegeben. Darin sind nebst einigen Kurzkommentaren zu unseres Erachtens bemerkenswerten Marktentwicklungen und wirtschaftlichen Phänomenen regelmässig die Ergebnisse aus einem neu aufgesetzten, finanztheoretisch orientierten Anlagesystem unserer Bank zu ersehen. In Zusammenarbeit mit der Investment Consulting Group St. Gallen haben wir in den letzten Monaten an einem rein quantitativen Faktormodell mit bemerkenswerter Prognosekraft gearbeitet. Es errechnet aus Marktgegebenheiten und Markterwartungen Renditerwartungen für die uns wichtig erscheinenden Anlagekategorien. Entsprechend gestalten und optimieren wir unsere Anlageempfehlung.

Auf die bisher in Papierform gelieferten Kurslisten für Strukturierte Produkte und für Obligationen verzichten wir künftig. Es ist unseren Kunden besser gedient, die Listen in täglich aktualisierter Form über unsere Homepage ([www.ch](http://www.ch)) beziehen zu können. Wer vorderhand noch über keinen eigenen Internet-Zugang verfügt, kann selbstverständlich sämtliche Listen in Papierform bei uns bestellen.

Im vorliegenden Anlagekommentar behandeln wir die Frage der Effizienz des Allokationsprozesses von Kapital an den Märkten und innerhalb der Unternehmungen. Even-

tuell etwas überraschend werfen wir zuerst einen Blick in die Natur und beschäftigen uns für eine Weile mit dort zu beobachtenden Überschwängen im allgemeinen und im speziellen mit dem

## 2. Krieg der Spermien.

In jugendlichen Jahren, lange vor der grossen Ökomode, grub der Verfasser des Anlagekommentars im Garten seiner Eltern ein Biotop. Er hielt sich dabei streng an die Ratschläge der Fachleute und verzichtete darauf, zur Beschleunigung des Geschehens irgendwelche Pflanzen oder Tiere von aussen in den neuen Lebensraum zu importieren. Stattdessen wartete er – und erfuhr eine einmalige, sehr einprägsame Lektion in Naturkunde. Zunächst passierte nämlich recht lange nichts. Dann aber folgte Populationswelle um Populationswelle: zuerst rote, spiralförmige Wasserwürmchen, unappetitliche Dinger in unübersehbarer Menge. Ein paar Wochen später waren nicht viel sympathischere graubraune Rudertierchen dran, die sich in hoher Zahl ruckartig durchs Wasser fortbewegten, noch später die Wasserschnecken. Erst nach ein, zwei Jahren stellte sich ein Gleichgewicht verschiedenster Pflanzen und Tiere ein; von dann an gab es keine zahlenmässigen Überschwemmungen, keine „Überschwänge“ mehr.

Was verleitet die Natur dazu, solche Populationswellen auszulösen? Ist dieser Überschwang nicht irgendwie irrational? Was hat die Evolution dazu verleitet, die Gene so zu steuern, dass noch und noch Überproduktionen stattfinden? Es sind ja nicht nur die roten Wasserwürmchen, die uns beschäftigen; vielmehr läuft in der Natur ziemlich alles via Produktionsüberschwang, oder, ökonomisch ausgedrückt: Die Natur *investiert* enorm viel in Dinge, die *in ihrer Gesamtheit niemals überleben* können. Der Mensch ist auch solcherart. Milliarden und Abermilliarden von Samenzellen produziert ein Mann im Laufe seines Lebens, um Vater einer lächerlichen Anzahl von ein paar wenigen Kindern zu werden. Weshalb diese Grosszügigkeit der Natur, weshalb der obendrein eingebaute Lustgewinn in der Applizierung dieses Samenüberschwangs?

Schlicht und einfach, weil nur auf diese Weise sichergestellt ist, dass es am Schluss Überlebende gibt. Die Natur führt uns mit der vermeintlichen Überproduktion vor, wie mit Unsicherheiten und mit Wahrscheinlich-

keiten umzugehen ist. Beim Biotop: ein völlig neuer Lebensraum, in welchem grundsätzlich alles passieren könnte. Am nächsten Tag wird ein Bagger auffahren und alles zuschütten. Oder es wird ein Bauer sein Güllefass entleeren. Oder es kommt alles gut heraus.

Wie uns Robin Baker in seinem Bestseller „Sperm Wars“ (London, 1996) vorführt, findet bis zur erfolgreichen Befruchtung einer einzigen menschlichen Eizelle ein ebenso faszinierender wie zugleich auch erschreckend brutaler Kampf um diese einzige Chance statt. Was Moralisten besonders ärgern mag: Der Mensch ist bis auf die ultimative Ebene des Spermiums hinunter bestens ausgerüstet, Konkurrenten zu überlisten und auszuschalten. Es braucht die Unmenge von DNA-Vehikeln, es braucht den Kampf unter ihnen, dass angesichts der unendlich vielen Unsicherheiten, die ein Menschenleben bringen kann, im Durchschnitt etwas mehr als zwei Nachkommen resultieren und dass die Art damit weiterleben kann.

Wie geht also die Natur mit *Unsicherheit* um? Indem sie einen *Überproduktionsprozess* mit einem *rigorosen Auswahlverfahren* verknüpft. Auf dass die Wägsten, Stärksten und Besten überleben und weitergedeihen können. Das gilt es festzuhalten.

## 3. Die Unsicherheit ist schlimmer, als man denkt.

Der menschliche Geist neigt zur Fortschreibung des Bisherigen, des Bekannten. In „normalen“ Zeiten ist die Extrapolation sicherlich eine effiziente Vorgehensweise, denn sie stellt sicher, dass man mit ziemlich hoher Wahrscheinlichkeit nichts völlig Verkehrtes tut, und sie verschont einen vor allzuviel anstrengender Denkarbeit. Nicht zuletzt darum ist man vermutlich gerne bereit, so oft als möglich von „normalen“ Zeiten auszugehen. Die erhöhte Hektik des modernen Lebens hat allerdings dazu geführt, dass sich die Intervalle der Beobachtungszeiträume drastisch verkürzt haben, so dass allzu schnell Sonderbewegungen als „normale Entwicklung“ angesehen werden und manche Erwartung dann extrapoliert daneben geht.

Beispiele gefällig? Seit ungefähr 6 Monaten ist der deutsche Aktienmarkt (endlich!) aus seinem Dämmer Schlaf erwacht und hat muntere 50 Prozent zugelegt. Selbstverständlich geht „man“, das heisst namhafte

Analysten und Börsenbeobachter, davon aus, dass das nun Normalität geworden ist. Sie extrapolieren bereits die neue Entwicklung. Kann sein, dass sie recht haben. – Seit Beginn dieses Jahres dümpelt der Schweizer Aktienmarkt mühselig dahin. Die paar Monate sind bereits Grund genug, von einer definitiven Abkehr der Anleger vom hiesigen Markt zu sprechen. Extrapolation. – Dagegen freut man sich ganz übermässig der Erst-Emissionen am sogenannten Neuen Markt und zeigt sich enttäuscht, wenn nach kurzer Zeit nicht wenigstens eine dreistellige Rendite herauschaut. Und selbstverständlich wird das so weitergehen, nicht wahr. Extrapolation, Normalität. Letzthin behauptete allen Ernstes jemand in Deutschland, jedermann könne ohne weiteres zum Millionär werden, wenn er jeden Monat 100 Mark spare und die Ersparnisse bei einer Durchschnittsrendite von, sagen wir, 60 Prozent am Neuen Markt anlege. Wenn man den Unsinn noch weiter treibt, gehört auf diese Art und Weise dann den Deutschen in ein paar Jahrzehnten die ganze Welt. Extrapolierterweise, diesmal.

Der Blick darauf, was in der Natur vor sich geht, wenn „Überschwänge“ entstehen, könnte bei der Lagebeurteilung helfen. Ganz offensichtlich ist die Situation, in der sich die Weltwirtschaft angesichts der ungeahnten Möglichkeiten im IT- und Biotechbereich befindet, mit dem mit Leben zu füllenden Biotop zu vergleichen. Die gewaltigen Unsicherheiten darüber, wie das Biotop schlussendlich aussehen wird, finden ihr Korrelat im Überschwang an Würmchen, Rudertierchen und anderen Kreaturen, die in Populationsschüben das neue Territorium erobern, um bald einmal anderen Platz machen zu müssen und nur in ganz wenig erfolgreichen Exemplaren zu überleben. Zwischen Überschwang und Unsicherheit gibt es mit anderen Worten eine Beziehung: Je ungewisser der künftige Erfolg, desto grösser muss am Anfang die Übertreibung ausgefallen sein.

Gemessen an dem, was wir zurzeit weltweit in den Neuen Märkten erleben, muss die Unsicherheit substantiell sein.

#### **4. Nur 3 Prozent schaffen es wirklich**

Wir haben in Vorbereitung dieses Anlagekommentars ein wenig statistisches Material zusammengetragen und eine Anzahl von Erst-Emissionen (Initial Public Offerings, IPOs) einer näheren Untersuchung unterzo-

gen. Die Resultate bestätigen die Biotop-These. Die Renditeverteilung von Firmen, die erst seit einem Jahr am Kapitalmarkt vertreten sind, unterscheidet sich wesentlich von der Renditeverteilung jener Firmen, die bereits seit drei Jahren am Markt sind. Bei den jüngeren Unternehmungen ist noch bei weitem mehr „Überschwang“ zu sehen als später. So notierte von 533 Firmen, die 1999 in den USA an den Markt kamen, rund ein gutes Drittel über 100 Prozent über dem ersten Börsenkurs; von den 513 Unternehmungen, die im Jahr 1997 ihr IPO durchgeführt hatten, sind es nur noch knapp 17 Prozent. Dafür haben mehr als 65 Prozent der Dreijährigen heute tiefere Kurse als unmittelbar nach der Emission. Bei den Einjährigen liegt die Zahl der Negativperformer erst bei 40 Prozent.

Interessant gestaltet sich die Spitzengruppe: Mit Kursanstiegen von 1000 Prozent und mehr reissen sie jede Durchschnittsrendite selbstverständlich nach oben. Es handelt sich aber nur um sehr wenige Firmen, denen dieses Glück zufällt: zwischen 2 und 4 Prozent. Hätte man 1997 je 1000 Dollar in jede Firma nach ihrem IPO investiert, dann wäre man heute 28,94 Prozent reicher (nicht p.a., notabene!). Lässt man je den Spitzenreiter wie auch den schlimmsten Verlustbringer weg, dann sind es noch etwas mehr als 23 Prozent Totalrendite. Ohne die vier Besten und ohne die vier Schlechtesten liegt die Rendite bei 17 Prozent, und lässt man auf beiden Seiten je 3 Prozent der Firmen weg, dann hat man gerade noch 3,4 Prozent innerhalb von 3 Jahren erreicht. Berauschend?

Der Überschwang findet mit anderen Worten in einer extrem harten Selektion sein Ende. Fast wie bei den Spermien. Nur wenige Firmen, drei Prozent, die das Ei fanden! Aber es brauchte den Überschwang, um sicherzustellen, dass nach drei Jahren wenigstens diese drei Prozent wirklich erfolgreich überleben.

Die Zahlen sehen für den selbstverständlich bei weitem engeren Schweizer Markt ähnlich aus. Mit dem Unterschied, dass es keine Anstiege auf über 1000 Prozent und mehr gibt. Die Zunahme von „Flops“ im Laufe der Jahre bestätigt sich aber selbst bei der geringen Zahl von schweizerischen Erstemissionen. In Deutschland liegt uns nur einjähriges statistisches Material vor. Die Begeisterung für Emissionen am Neuen Markt ist in unserem nördlichen Nachbarland momentan sehr

Zeitpunkt des Initial Public Offering						
Rendite	1.1.97-31.12.97		1.1.98-31.12.98		1.1.99-31.1.99	
<b>USA</b>	Anzahl	in %	Anzahl	in %	Anzahl	in %
über 1000%	17	3	15	4	12	2
100-1000%	68	13	60	16	172	32
20-100%	62	12	39	11	92	17
0-20%	31	6	22	6	36	7
-20-0%	52	10	42	11	56	11
unter -20%	283	55	193	52	165	31
Total	513	100	371	100	533	100
<b>Schweiz</b>	Anzahl	in %	Anzahl	in %	Anzahl	in %
über 1000%		0		0		0
100-1000%	5	45	5	28	3	33
20-100%	1	9	5	28	5	56
0-20%	1	9	2	11	1	11
-20-0%	2	18	3	17		0
unter -20%	2	18	3	17		0
Total	11	100	18	100	9	100
<b>Deutschland</b>	Anzahl	in %	Anzahl	in %	Anzahl	in %
über 1000%						0
100-1000%					10	19
20-100%					13	25
0-20%					6	12
-20-0%					10	19
unter -20%					13	25
Total					52	100

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

gross. Wir dürfen aber durchaus die Prognose wagen, dass auch dort die längere Haltefrist zu bedeutend mehr Enttäuschungen und zu einigen ganz wenigen Top-Erfolgen führen wird. Welche werden die letzteren sein?

**5. Weshalb so viele Flops?**

Der Blick auf die IPO-Zahlen aus den USA ist schon ein wenig ernüchternd. Weshalb so viele Enttäuschungen? Stimmt denn das mit den Zukunftschancen des dot.com-Bereichs doch nicht ganz? Und ist doch nicht alles, was mit Biotechnologie auch nur entfernt etwas zu tun hat, Gold wert? – Aus unserer Sicht werden die Risiken, die auf dem Weg zu neuen Gleichgewichten im riesigen Biotop

der Weltwirtschaft lauern, bei weitem unterschätzt. Wenn man alles heute gerade Erfolgreiche extrapoliert, dann gelangt man zur absurden Vorstellung total übervölkerter Biotope, in denen die roten Würmchen und die Rudertierchen und die Algen und die Seerosen zugleich in grosser Menge wuchern. Das kann aber nicht sein, denn letztlich ist auch das Riesenbiotop Weltwirtschaft endlich und sind die Güter knapp.

Man kann die Risiken, denen junge Unternehmen auf ihrem Wege in die Zukunft ausgesetzt sind, etwa wie folgt gruppieren:

- *Technologische Risiken.* Was wissen wir denn eigentlich wirklich über die Zukunftschancen wesentlicher neuer Technologien?

en? Wird sich beispielsweise im Kommunikationsbereich das Telefonieprinzip, das sich durch Verrechenbarkeit der Leistungen auszeichnet, gegenüber dem Internetprinzip, dessen Leistungen global gleichmässig nicht verrechenbar sind und dessen Betrieb deshalb auf Werbeeinnahmen angewiesen ist, halten können? Oder anders gesagt: Werden wir in Zukunft über das Internet telefonieren und dabei Werbung irgendwelcher Art in Kauf nehmen müssen? Wenn man an die gigantischen Börsenkapitalisierungen *sowohl* der Telefoniefirmen (Swisscom: 49 Mrd. Franken, Deutsche Telecom: 250 Mrd. Euro) *als auch* der Internetanbieter (AOL: 150 Mrd. Dollar, Yahoo!: 90 Mrd. Dollar) denkt, dann ist die Frage alles andere als irrelevant. Würmchen oder Rudertierchen, das ist die Frage. Vielleicht auch, welche dereinst in welcher Menge zugleich.

- *Rechtliche Risiken.* Bekanntlich mussten die Biotech-Aktien in den letzten Wochen einen herben Rückschlag hinnehmen, ausgelöst durch eine ziemlich harmlos klingende Äusserung von Präsident Clinton und Premier Blair über die Zugänglichkeit der Genforschung. Von der Patentierbarkeit der Forschungsergebnisse, dem Ausschluss der Öffentlichkeit also von der Nutzung des Entdeckten, hängt aber selbstverständlich weitestgehend ab, ob mit Gentechnologie dereinst überhaupt Geld zu verdienen sein wird oder nicht. Prognosen sind kaum zu machen, denn sowohl die volle Patentierbarkeit wie auch die totale Öffentlichkeit aller Forschungsergebnisse haben ihre gewichtigen Vor- und Nachteile. Und was besonders schwerwiegt: Es kann darüber fast nicht emotionslos gesprochen werden.
- *Marktrisiken.* Unter den Internet-Anbietern tobt ein mörderischer Kampf um Marktanteile. Auf Kosten der gegenwärtigen Finanzlage wird die künftige Positionierung erstritten, so, als ob man sicher wäre, dass man das Ziel auch wirklich erreichen kann. Weil das aber nicht eine einzige Unternehmung macht, sondern alle zugleich, ist auch klar, dass es nebst ganz wenigen Gewinnern ganz viele Verlierer geben wird. Die Geschichte mit den Spermien ist naheliegender, als man meint!
- *Refinanzierungsrisiken.* Vor kurzem veröffentlichte die Zeitschrift Barrons eine Studie über bevorstehende Pleiten von

Internet-Firmen. Von 207 untersuchten amerikanischen Unternehmungen droht rund ein Viertel innerhalb der nächsten 12 Monate illiquid zu werden. Der Geldbedarf ist oft immens, und umsatzmässig läuft häufig noch sehr wenig; die Verbrennungsrate („Cash Burn Ratio“) ist hoch. Die Notwendigkeit eines zweiten, eines dritten Gangs an den Kapitalmarkt ist absehbar (nicht nur in den USA – wir erwarten diese Welle in spätestens einem halben Jahr auch in Deutschland und der Schweiz). Werden die Investoren dann immer noch so begeistert sein? Oder wird man Fragen bezüglich der an sich üblichen Unternehmenskennziffern zu stellen beginnen?

- *Kapitalmarktrisiko.* Bekanntlich gibt es vordergründig nichts Schöneres als eine Erst-Emission (IPO). Jedermann verdient dabei. Kaum ein IPO, das schon bald mit tieferen Kursen an den Börsen enden würde. Weshalb sich die Zuteilungen von Stücken aus einer Emission als wahre risikolose „Windfall-Profits“ entpuppen. Der Grund ist auf der einen Seite ökonomisch bedingt. Jegliche kapitalhungrige Unternehmung *mus*s angesichts der hohen Risiken, die mit dem Geschäft mit jungen Firmen verbunden sind (nur drei Prozent schaffen es wirklich...), attraktive Konditionen anbieten, um überhaupt Geld anzuziehen. Ein im Verhältnis zum inneren Unternehmenswert tiefer Emissionskurs ist ein Mittel, diese Situation zum vorneherein zu schaffen.

Die emittierenden Banken nützen auf der anderen Seite diese systembedingte Situation aus, indem sie den Emissionsvorgang faktisch *kartellisieren*. Zusätzliche liquiditätsverengende Massnahmen wie eine Lock-Up-Periode für das Management oder für den früheren Hauptaktionär sorgen dafür, dass die Kurse während der ersten Monate fast beliebig manipulierbar sind. Das IPO-Geschäft ist deshalb in der Praxis einer der noch wenigen verbleibenden Kapitalmarktgebiete, der wegen seiner *Ineffizienz* alle möglichen und unmöglichen Spielchen erlaubt und entsprechende Berater und Kunden anzieht wie ein frischer Kuhfladen die Schmeissfliegen. – Die emittierende Unternehmung leidet unter dieser Ineffizienz, denn sie kommt zu lange nicht in den Genuss marktgerechter Kurse. Wir vermuten, dass die ungleiche Verteilung der in Kapitel 4

gezeigten Renditen zwischen Jahr 1 und Jahr 3 nach Emission von dieser Ineffizienz herrührt. Je grösser am Anfang der Jubel, desto übler die Katerstim-mung darnach.

Quintessenz: Es ist also wirklich so, wie es uns die Beispiele aus der Natur vorzeigen: enormen Risiken kann nur mit einer Vielzahl von Versuchen und der Inaussichtstellung eines enormen Gewinns begegnet werden.

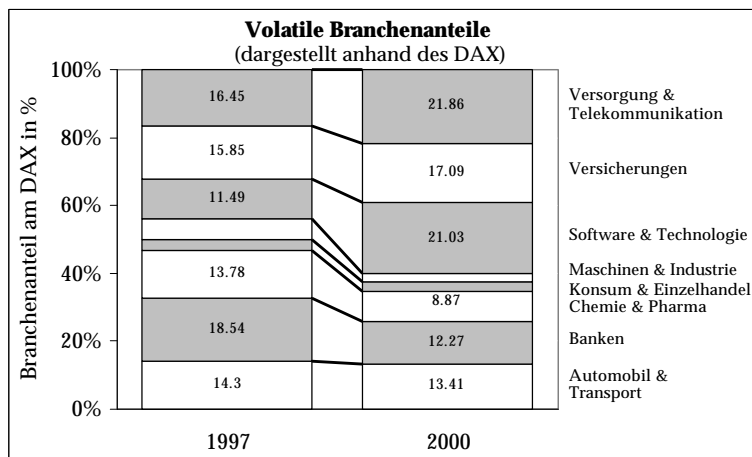
### 6. Kapitalallokation in Zeiten des Um-bruchs: was tut der Anleger?

Der Vergleich des beschriebenen Hereinbrechens neuer Unternehmungen in das wirtschaftliche Gefüge mit den Entwicklungsphasen eines vorerst noch leeren Biotops bzw. mit der Hoffnungslosigkeit eines einzelnen Spermiums, dereinst einmal Erfolg zu haben, ist insofern berechtigt, als die sprunghafte technologische Entwicklung in der Tat Kräfte freisetzt, die alles Bisherige (die „Old Economy“) an den Rand zu drängen scheint. Die Übernahme des altbestandenen, riesenhaften Time-Warner-Konzerns durch den Internet-Newcomer AOL spricht Bände. Neulich ging das Gerücht herum, dass die zwar weder über namhaften Umsatz verfügende noch Gewinn erarbeitende Kleinfirma Healthon daran sei, IBM zu übernehmen. Es tut sich also weiterhin einiges im Biotop.

Übernimmt David Goliath?		
	Healthon	IBM
Umsatz	102 Mio.	87'000 Mio.
Betriebsergebnis	-83 Mio.	12'000 Mio.
Total Aktiven	4'200 Mio.	87'000 Mio.
davon: intangibles	3'500 Mio.	1'000 Mio.
Anzahl Mitarbeiter	260	307'000
Börsenkapitalisierung	4'900 Mio.	206'000 Mio.

Zahlen 1999, gerundet, in USD  
Quelle: Bloomberg

Dennoch: Für uns ist der Vorgang nicht weiter beunruhigend, denn wie die Fortschreibung der Geschichte mit dem Biotop zeigt,



Quelle: Deutsche Börse; eigene Darstellung

normalisieren sich zum einen die Verhältnisse bald einmal wieder. Die letzten Entwicklungen an der amerikanischen Börse scheinen bereits einen Umschwung in der Anlegersympathie zugunsten der „Old Economy“-Titel abzuzeichnen. Wir glauben deshalb auch nicht, dass ein Anteil von 22 Prozent der Deutschen Telekom am deutschen Gesamtindex von langer Dauer sein wird. Populationswellen sollte man nicht extrapolieren.

Zum andern muss aber auch vor Augen gehalten werden, dass der Biotop-Vergleich insofern hinkt, als die Komplexität der heutigen Weltwirtschaft ungleich höher ist als diejenige eines kleinen Tümpels im Appenzellerland. Das Weltwirtschaftsbiotop ist ja keineswegs leer, sondern voll von durchaus lebensfähigen Kreaturen, die ihrerseits ebenfalls alles daran setzen, den Kapitalallokationsprozess zu ihren Gunsten zu wenden und ihrerseits zu wachsen. Auch der Spermien-Vergleich bedarf insofern der Relativierung, als nicht nur eines, sondern eine Vielzahl von empfangnisfähigen Eiern vorhanden ist – die „Old Economy“-Unternehmungen sind ja durchaus auch empfänglich für neue Technologien und passen sich laufend dem gewaltigen Strukturwandel an. Um so mehr sehen gerade wir uns als ziemlich wertorientierte Vermögensberater in der Strategie bestätigt, bei aller Freude über ein gelegentliches (und massvolles, d.h. risikobewusstes) Mitmachen am Überschwang des Neuen, systematisch diejenigen Unternehmungen als Investitionsobjekte auszuwählen, die sich unter Einbezug der neuen Technologien *laufend verändern*, verbessern, die auf diese Art mehr wert werden. Eine Ei-Strategie sozusagen.

## 7. Vom Blue Chip zum Chamäleon

Wenn man den seit ein paar Jahren sich im Gang befindlichen Technologieschub in ein paar wenigen Worten bezüglich seiner ökonomischen Auswirkungen definieren müsste, dann würde man vermutlich in erster Linie die kostengünstige und global gleichmässige Zurverfügungstellung von Information nennen. Weniger im Vordergrund, in der ökonomischen Tragweite aber gewiss bedeutender ist das Entstehen einer unbeschränkten Anzahl virtueller Börsen.

Haben Sie schon einmal über das Internet eingekauft? Vermutlich nicht, denn Sie haben Angst um Ihre Kreditkarte. (Dass Sie die nämliche Kreditkarte im Restaurant durch Übergabe an einen Kellner in ähnlicher Weise gefährden, entzog sich bisher Ihren Befürchtungen.) Falls Sie dennoch demnächst eine Einkaufstour im Netz wagen sollten, raten wir ihnen, für eindeutig definierbare Markenprodukte verschiedene Anbieter anzuklicken und die Preise zu vergleichen. Es gibt auch Pages, die Ihnen diese Arbeit abnehmen. Und schon hätten Sie virtuell Börse gespielt.

Was im Individualfall Spielerei sein mag, wird bald einmal das Bild der gängigen Unternehmung verändern. Denn vom Einkauf von Rohwaren über die Suche nach marktgerechten Forschungsergebnissen bis hin zur Bewirtschaftung von Produktionskapazitäten – es gibt beinahe keinen unternehmerischen Bereich, der nicht von der Möglichkeit enorm profitieren könnte, dass mittels virtueller Börse der jeweils geeignetste Anbieter im Nu gefunden werden könnte. Das kann unternehmensintern erfolgen: Welche Unternehmung in aller Welt hätte nicht andauernd irgendwelche unproduktiven Kapazitäten, die, wenn man es nur wüsste, eigentlich gerne genutzt würden?

Es spricht aber auch nichts dagegen, das Wesen der virtuellen Börsen auf den unternehmensexternen Bereich auszudehnen. Wenn beispielsweise die beiden Nahrungsmittelkonkurrenten Danone und Nestlé Mitte März dieses Jahres beschlossen haben, eine gemeinsame Plattform zur Bewältigung des Einkaufs aufzubauen, dann geht das genau in die angezeigte Richtung. Was spricht dagegen, gelegentlich über eine virtuelle Börse auch einmal die Produktionskapazitäten des Konkurrenten anzusteuern?

Und was spricht dagegen, anstelle einer eigenen, teuren (weil meistens nicht genügend

ausgelasteten) Produktion auf Eigenfertigung überhaupt zu verzichten und sich fallweise die Kapazitäten über die virtuelle Börse zu holen? Man kann sie sich ja gegebenenfalls mit Optionen sicherstellen, um der Gefahr von Engpässen auszuweichen. Was spricht schliesslich dagegen, im Bereich von Forschung und Entwicklung ähnlich zu verfahren und dort einzukaufen, wo die höchste Innovationskraft vorherrscht? Was ja meistens eher in kleineren Gebilden der Fall ist.

Viele der sogenannten „Blue Chip“-Unternehmungen leiden an einem Übermass an Kapazitäten, die man früher innerhalb der (meist hierarchisch organisierten) Unternehmung aufbauen und erhalten musste, weil man sonst nie zeitgerecht die vom Markt geforderten Leistungen hätte erbringen können. Im wesentlichen besteht aber seit je ein Teil der unternehmerischen Leistung darin, die Macht des Einkaufchefs einigermaßen im Zaum zu halten, stillgelegte Röhren zu polieren, im Sand aufgelaufene Entwicklungsprojekte zu rechtfertigen. Die neusten technologischen Entwicklungen versprechen in all diesen Bereichen radikale Remedur. Werthaltig wird in Zukunft diejenige Struktur sein, die in der Lage ist, die Möglichkeiten der virtuellen Börsen konsequent zu nutzen. Nestlé, seit je auf unserer Empfehlungsliste, hat mit der Zusammenarbeit mit Danone gezeigt, wohin der Weg führt. An die Stelle des ebenso straffen wie stolzen, vom Rohstoff bis zum Verkauf des Endprodukts totalinvolvierten Kolosses tritt die agile, pragmatische, sich stets auf Neue verwandelnde *postvertikale Unternehmung*.

## 8. Überflüssige Manager

Der Kampf in der vertikalen Unternehmung um eine effiziente Nutzung der vorhandenen Kapazitäten ist *das* Thema der klassischen Betriebswirtschaftslehre. Wir prognostizieren hier und jetzt eine drastische Bedeutungsabnahme der solcherart ausgebildeten Manager, ja, wir sagen gar eine Abnahme des Bedarfs an Managern überhaupt voraus. Denn virtuelle Börsen brauchen wenig Führungskapazitäten. Sie funktionieren im Grunde genommen von selbst. Der über eine virtuelle Börse organisierte Einkauf benötigt weder einen machtvollen und deshalb bestechungsgefährdeten Einkaufschef noch einen Kontrollapparat, um ihm auf die Finger zu schauen. Eingekaufte, in unternehmerischer Form entstandene Forschung und Entwicklung benötigt keine unternehmensinterne

Führungsstruktur mit hohem psychiatrischem Potential, um mimosenhafte Wissenschafter an der Arbeit zu halten. Über virtuelle Börsen eingekaufte Produktionskapazitäten erfordern keinen Pflege- und Rechtfertigungsapparat für stillstehende Anlagen.

Die vertikale Integration, noch immer die verbreitetste Unternehmensform, macht in einer Welt unbeschränkter virtueller Börsen nicht mehr viel Sinn. Das klassische Management und die es beschreibende Betriebswirtschaftslehre sind Instrumente der vertikalen Unternehmensform. Wenn der Restrukturierungsprozess der 90er-Jahre der Megafusion gegolten hat, dann ist der nächste Strukturwandel bereits im Gange. Er wird vertikale Organisationen rigoros aufbrechen.

Die Planung und Steuerung der postvertikalen Unternehmung wird sich deutlich vom bisherigen Muster abheben. Zwischen dem Umgang mit der Umwelt und der inneren Organisation bestand bis anhin eine tiefe Kluft: Gegen aussen war man zwar auf die marktwirtschaftliche Konkurrenz ausgerichtet, im Innern verhielt man sich aber gemäss den schlimmsten Vorstellungen von Planwirtschaft. Wer je Gelegenheit hatte, in einer Grossunternehmung einen Langfrist-Planungsprozess mitzerleben, wird dies bestätigen: Eine noch ideenlosere und noch weniger kreative Art, Kapital für die Zukunft zu allozieren, kann man sich gar nicht denken. – Die virtuellen Börsen, unternehmensintern wie auch unternehmensüberschreitend angewendet, werden alles verändern. Der Markt wird in die Unternehmung hineinbrechen.

Für den Anleger gilt zweierlei. Erstens gibt es Blue-Chip-Unternehmen, die offenbar verstanden haben, in welche Richtung die Entwicklung geht. Typisch für uns der Unterschied zwischen den beiden hiesigen Grossbanken. So ist bei der Credit Suisse Group die Erkenntnis gereift, dass nicht unbedingt nur die eigenen, in der vertikalen Organisation generierten Produkte für die Kundschaft geeignet sind, sondern durchaus auch solche von Konkurrenten. Deshalb bietet man im neugeschaffenen „Fund-Lab“ nun eine breite Palette von allen möglichen – extern wie intern generierten - Anlagefonds an. Fortschrittlich! Die Fonds der UBS sind dort aber nicht zu finden. UBS AG will offenbar nicht mittun. Selbstbewusst wie eh und je vertraut man darauf, dass a) man auf bankexterne

Vertriebskanäle weitgehend verzichten kann und b) sich die eigene Kundschaft auf alle Zeit hinaus mit den in der vertikalen Unternehmung generierten Fonds abspesen lässt. Der Mentalitätsunterschied ist offenkundig und erklärt auch, weshalb welche der beiden Banken bei uns auf der Empfehlungsliste steht.

Ein Zweites. Das klassische Management ist der Gegner des Aktionärs. Es macht Fehler und ist gefrässig. In der Welt der Entflechtung vertikaler Unternehmungen wird zugleich in entscheidender Weise Ballast abgeworfen werden. Das sind gute Nachrichten. Vielleicht so gute, dass selbst unter dem Gesichtspunkt der wertorientierten Unternehmensanalyse der Überschwang keineswegs so irrational wäre, weil es nämlich gar kein Überschwang wäre.

KH, 3.4.2000