

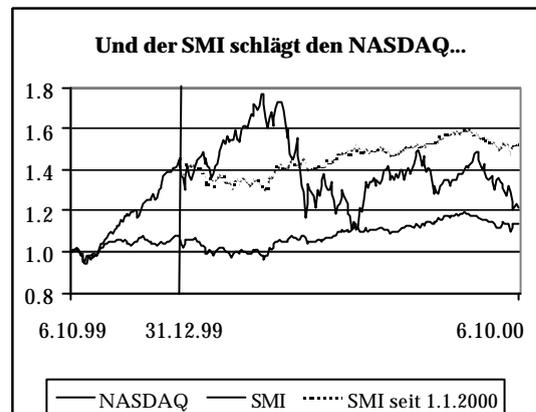
Vom Wert der Handlungsfreiheit

1. 2000 – ausser Spesen nichts gewesen?

Wer Aktien als einzig richtige Anlageform für den mittel- bis langfristig orientierten Investor propagiert, ist (wieder einmal) in Rechtfertigungsnot. Der die Leitbörse der Welt replizierende Dow Jones-Index hat seit anfangs Jahr 8% verloren, der im Lichte des Technologieschubs immer wichtiger gewordene Nasdaq-Composite-Index liegt bei -17%, der deutsche Aktienindex DAX hat bis dato 4% eingebüsst, und einzig die Schweizer Börse (gemessen am SMI) liegt mit 5% knapp in der Gewinnzone. Vermögensverwalter und Anlageberater stöhnen. Denn sie ahnen voraus, dass per Jahresende die Kunden anhand des Jahresresultates überprüfen werden, ob ihre Langfrist-Strategie richtig sei oder nicht. Die Berater wissen aus Erfahrung, dass ein Minuszeichen vor der Renditezahl schwierige Gespräche nach sich ziehen wird. Zwar ist eine renditemässige Verschnaufpause in Form einer eventuell negativen Jahres-performance etwa so unwichtig wie der Stau am Baregg-tunnel auf einer Autoreise von Marseille nach München. Wenn man aber im Stau steckt, dann erscheint dieses Ereignis in überproportionalen Dimensionen. Die Frustration darüber ist niemandem zu verübeln.

Die Wahrscheinlichkeit, dass es schwierige Gespräche geben wird, ist in der Tat relativ hoch. Denn die reinen Indexzahlen sagen ja noch nichts über die tatsächlichen Inhalte der verwalteten Portefeuilles aus. Wer das Pech hatte, auf an und für sich unangefochtene Blue-Chip-Werte wie BASF (-20% seit Anfang Jahr), Clariant (-27%), Thyssen-Krupp (-48%), SAir (-21%) oder in Amerika auf AT&T (-42%), Dow Chemical (-41%) oder Procter & Gamble (-37%) zu setzen, hat voraussichtlich

wenig Chancen, die Indexrendite bis Ende Jahr zu erreichen. Zu den Rechtfertigungsnot bezügl. der absoluten Renditezahl kommt dann zusätzlich die Problematik, ein relatives Schlechterabschneiden gegenüber der gesamten Börse erklären zu müssen. Kein Wunder, dass nicht allenthalben eitel Freude herrscht.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Es ist eben so: Nach dem unaufhaltsamen Aufwärtsdrang der Börsen im Gefolge der 98-er Krise sind die Märkte seit Ende Februar in eine Phase hoher und in vielen Fällen auch ziemlich erratischer Bewertungshektik getreten. Per Saldo und im Durchschnitt hat diese Phase nichts gebracht. In vielen Fällen herrscht aber wie gesagt das Bild trauriger Abschlüsse vor; bei bestimmten Werten sind aber auch ansprechende Kursgewinne zu verzeichnen, so etwa 30% bei BMW, 29% bei Nestlé und gar 47% bei Rentenanstalt, in Amerika 41% bei Boeing, 36% bei Pfizer und 46% bei Sun Microsystems. Mit etwas Glück (man wird dann selbstverständlich Verstand sagen) sind die Portefeuilles auch mit solchen Titeln bestückt. Gesamthaft macht das die Situation aber kaum viel besser.

Nullsummenspiele haben die negative Eigenschaft, dass sie als völlig zwecklos erscheinen. In diesem Anlagekommentar versuchen wir zu zeigen, dass die Zeit seit Ende Februar 2000 aber alles andere als zwecklos verstri-

chen ist. Sie hat zwar dem Anleger rein zahlenmässig vielleicht nichts oder nicht viel gebracht. Dafür sind wir alle, wenn wir mit etwas Aufmerksamkeit in die Märkte schauen und über das Bewertungsspektakel nachdenken, mit *neuen Erkenntnissen* versehen worden. Wir wissen jetzt nämlich, wie es um die sogenannte „Old“ und die „New Economy“ steht. Wir wissen, was die Märkte von blendenden Zukunftsvisionen halten, und wir kennen mittlerweile die Problematik, dass der Weg zur Realisierung visionärer Projekte ein steiniger sein kann. Und wir haben gelernt, dass die Märkte zu jedem Zeitpunkt eine neue Sicht auf die Realisierbarkeit der blendenden Vision legen können. Die Unterschiedlichkeit dieser Sichten im Laufe der Zeit – ja, diese haben wir im Jahr 2000 kennengelernt. Es sind die enormen und brutalen Bewertungsdifferenzen. Und noch etwas haben wir erfahren: Die Bewertungsdifferenzen beschränken sich keineswegs mehr auf die „New Economy“, sondern haben auch auf Altbewährtes übergegriffen.

Das zahlenmässige Nullsummenspiel hat sich als eine intellektuell sehr reizvolle Herausforderung entpuppt. Wir wollen uns ihr stellen.

2. Irrt Ebner?

Vor Wochenfrist hat die BZ-Gruppe die Aufspaltung des Pharmakonzerns Roche und der von ihr beherrschten amerikanischen Firma Genentech gefordert. Als namhafte Aktionärin von Roche stört sich die BZ-Gruppe am Umstand, dass unter dem Dach des nach wie vor stimmenmässig von einer Familie beherrschten Konzerns ein an vorderster (biotechnologischer) Front tätiges Unternehmen eine hohe wirtschaftliche Leistungsfähigkeit erarbeitet, die sich dann in Kombination mit dem Pharmaunternehmen nicht in einem entsprechenden Börsenerfolg niederschlägt. Beide Teile für sich wären vermutlich mehr wert, wird argumentiert, bzw. es würde sich möglicherweise herausstellen, dass sich der auf Pharma ausgerichtete Teil als zu klein und zu wenig ertragreich erweist. Rein rechnerisch dürfte diese Annahme stimmen. Denn wenn man von der gesamten Börsenkapitalisierung von Roche in der Höhe von rund 139 Mrd. Franken die 59%ige Beteiligung an Genentech abzieht, dann verbleiben noch ganze 93 Mrd. Franken, und Roche wäre damit nur noch an

15. Stelle unter den weltgrössten Pharma-Unternehmungen. Zusammen mit Genentech liegt man derzeit auf Platz 8.

Wir gehen davon aus, dass die BZ-Gruppe und damit Martin Ebner mit dem Vorstoss in erster Linie versucht, Druck auf die Eigentümerfamilie von Roche auszuüben, um auf diese Weise Fortschritte in der Reorganisation der Kapitalstruktur zu erwirken. Ähnliches hat Ebner seinerzeit mit der früheren SBC durchexerziert; es liegt auf der Hand, dass das seltsame Regime mit wenigen Inhaberaktien und der Unmenge von Genussscheinen ein Dorn im Auge desjenigen ist, der mit einer 16%igen Beteiligung in Form von Roche-Inhaberaktien über äusserst wenig Handlungsfreiheit verfügt. Vom Paket trennen kann er sich einerseits kaum ohne weitere Verluste (Roche Inhaber büsste im Jahr 2000 bereits rund 30% ein), eine angemessene Einflussnahme wird ihm andererseits durch die Eigentümerfamilie verwehrt. Ein teilweises Liquidemachen der Beteiligung über das Abspalten der Genentech käme ihm sicherlich entgegen. Insoweit, das heisst in Bezug auf seine persönliche Nutzenoptimierung als in seiner Handlungsfreiheit eingeschränkter Roche-Grossaktionär, irrt Ebner gewiss nicht. Was auch niemanden weiter erstaunt.

Fragt sich aber dennoch, ob die Aufspaltung aus ökonomischer Sicht (und mithin aus Sicht nicht-handlungsunfähiger Klein-Shareholder) Sinn macht. Wir bezweifeln das mit Blick auf die Geschehnisse an den Märkten in diesem Jahr lebhaft. Denn es hat sich gezeigt, dass der Alleingang von „New Economy“-Unternehmungen, die auf einige wenige Themen fokussiert sind, durchaus seine Tücken haben kann. Darauf ist im folgenden noch näher einzugehen. Aber auch aus Sicht der „Old Economy“, und bei der klassischen Pharma handelt es sich um diesen Bereich, stellt sich die Frage, wie denn anders als durch Kombination mit einer „New Economy“-Firma man sich überhaupt im technologischen Wandel behaupten könnte. Soll man etwa den Weg des Absterbens einschlagen, wie ihn der Kopiermaschinenhersteller Xerox (Aktienkurs seit Top 1999: -84%!) nach fehlgeschlagener Strategiewende offenbar gewählt hat? Macht es Sinn, wenn ein immenses Marken- und Marktpotential das Schicksal mit einer weniger wichtig werden- den Technologie teilt, oder wäre es nicht ge-

scheiter, mit rechtzeitigen strategischen Schritten das Potential für neue Technologien und Produkte zu nutzen?

3. Die reine Lehre

Roche mit Genentech ist ein *Konglomerat*, bestehend aus einem mit starken Markennamen versehenen, infrastrukturelastigen Pharmateil und einem primär als Forschungsstelle arbeitenden biotechnologischen Teil. Nach reiner Lehre der Portfoliotheorie ein suboptimales Gebilde, da letztlich nicht klar ist, von welchem Teil des Konglomerats welche Rendite beigesteuert wird und welcher Teil welche Risiken erzeugt. Und weil diese wesentlichen ökonomischen Grössen nicht klar zugeordnet werden können, ist die Wahrscheinlichkeit auch gross, dass die konglomeratsinternen Anreize nicht auf das Wohl des Ganzen ausgerichtet sind, sondern ein nach innenpolitischen Gesichtspunkten funktionierender Allokationsprozess die Interessen des Eigentümers der Unternehmung, den Aktionär, verrät.

Wie wahr. Im Rahmen des Strukturwandels der Neunziger Jahre musste ein Konglomerat nach dem andern genau aus dem genannten Grunde der Verschleierung von Rendite- und Risikobeiträgen und der damit verbundenen suboptimalen Anreizstruktur aufgebrochen werden. Das waren die grossen Zeiten der BZ-Gruppe und eines Martin Ebner. Und noch gibt es viele mögliche Zielobjekte, ja, man ist versucht zu sagen, dass selbst im Hauptjagdrevier Ebners, bei den Grossbanken, konglomeratsähnliche Unternehmensstrukturen noch längst nicht ausgeräumt sind.

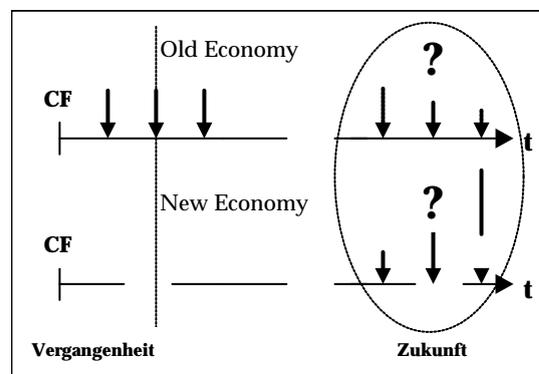
Die Portfoliotheorie und mithin das Management aller der Millionen Portefeuilles weltweit verlangt nach eindeutig zuordnungs-fähigen Rendite- und Risikocharakteristiken der verwendeten Finanzinstrumente. Die Optimierung von Rendite und Risiko kann innerhalb der einzelnen Portefeuilles effizienter erfolgen als in einer Unternehmung, und vor allem geschieht es ohne verzerrende Anreizsituationen. Daran ist nicht zu rütteln. Idealtypisch aus Sicht der Portfoliotheorie wären im Grunde genommen atomisierte Ein-Themen-Firmen in betriebswirtschaftlich optimaler Grösse und wenn möglich mit eindeutig zuordnungs-fähigem regionalem Schwergewicht.

Nur: ist eine solch atomisiert-fokussierte Unternehmung im Lichte des technologischen

Wandels überlebensfähig? Oder anders gefragt: Gibt es spezifische Gründe, die für eine volkswirtschaftliche Phase mit hohen Veränderungs- und Entwicklungsraten andere Unternehmensmodelle als ratsam erscheinen lassen? Die Frage tönt harmlos, ist es aber nicht. Denn es geht um nichts weniger als um die Problematik, wie mit „New“ und „Old“ bzw. mit deren Konvergenz umzugehen ist. Dass man damit (viel!) Geld verlieren kann, haben die Börsen in diesem Jahr zu Genüge gezeigt. Grund genug, dass wir uns mit der Frage beschäftigen.

4. Was ist neu, und was ist alt?

Es gibt bis anhin keine allgemein anerkannte Definition für die vielzitierten „New“ und „Old Economies“. Die Anknüpfung an neuere oder ältere technische Standards führt insofern nicht weiter, als sich das definitorische Problem einfach in den technischen Bereich verschiebt. Ist Internet neu oder alt? (Immerhin stammt die Technik ja aus den Sechziger Jahren!) Häufig wird der „New Economy“ einfach alles zugeordnet, was ein wenig nach dot.com aussieht oder sonst modern tönt. Solche begriffliche Unschärfen führen dann zu wenig aussagekräftigen Folgerungen, was allerdings nicht heisst, dass die Finanzgazetten nicht voll davon wären. Wir bevorzugen eine ökonomische Sichtweise und definieren „New Economy“-Firmen durch die Abwesenheit positiver Cash Flows auf absehbare Zeit und durch potentiell hohe Gewinne in ferner Zukunft. Dementsprechend sind „Old Economy“-Firmen laufend und mehr oder weniger stetig gewinnbringende Gebilde mit fraglichem Potential in ferner Zukunft.



Quelle: eigene Darstellung

Die Definition aufgrund der Struktur der Cash Flows weist besondere Vorzüge auf. Zum einen kann die Typisierung einfach und unabhängig von einer Wertung der technischen

Anwendung vorgenommen werden, zum andern ist es auch möglich, ökonomisch konsistente Bewertungsmodelle anzuwenden. Für die „Old Economy“-Unternehmung steht die Bewertung anhand des Gegenwartswerts aller künftigen Cash Flows, diskontiert auf den gegenwärtigen Zeitpunkt, im Vordergrund. Wir haben in früheren Anlagekommentaren die Berechnungsweise dargestellt und darauf hingewiesen, wie man zu Schätzungen künftiger Cash Flows gelangen kann. Wir haben auch gezeigt, weshalb im Durchschnitt und über längere Zeit der Börsenkurs dieser Gegenwartswertbetrachtung entspricht.

Mit der Typisierung der „New Economy“-Firma als gewinnloses Gebilde mit allenfalls hohem Zukunftspotential ist gleichzeitig gesagt, dass eine Gegenwartswertbetrachtung im engeren Sinne kaum brauchbare Resultate liefern wird. Im Diskontierungsvorgang sind ja die unmittelbar nächsten Cash Flows am einflussreichsten; je ferner etwas in der Zukunft liegt, um so tiefer der Gegenwartswert. Wenn nun in unmittelbarer Zukunft überhaupt nichts verdient wird, aber in fernerer Zukunft grosse Chancen winken, dann wäre der Gegenwartswert nahe Null.

Für die „New Economy“-Firmen muss deshalb ein anderes Bewertungsmodell gefunden werden. Mehr und mehr setzt sich die Ansicht durch, die wir bereits vor rund einem halben Jahr angedeutet haben (Anlagekommentar Nr. 201): Der „New Economy“ ist am ehesten mit Optionsmodellen beizukommen. Es lohnt sich, in die Thematik ein wenig tiefer einzudringen.

5. Der Wert der Handlungsfreiheit

Der technologische Schub, oder vielleicht treffender, die technologische Revolution, die die Volkswirtschaften und die Gesellschaften weltweit ergriffen hat, produziert eine unendliche Menge möglicher künftiger Opportunitäten. Welche dieser möglichen Opportunitäten sich dann zu wahrnehmbaren Chancen durchmausern und welche dieser Chancen schliesslich in ökonomischen Gewinnen enden werden, ist völlig unabsehbar.

Der eigentliche Wert, mit dabei zu sein, liegt nicht (oder fast nicht) in der Aussicht auf den ökonomischen Gewinn als schliesslichen Erfolg, sondern in der Möglichkeit, auf dem Wege dahin *immer wieder Entscheide treffen zu*

können. Oder anders gesagt: Dass am Ende irgend einmal Geld winkt, ist zwar auslösendes Element, weshalb eine Idee überhaupt aufgenommen und verfolgt wird. Da aber ziemlich komplette Unsicherheit darüber besteht, ob zu jenem Zeitpunkt die Angelegenheit überhaupt noch einen ökonomischen Wert hat, ist es ziemlich unwahrscheinlich, dass *dafür* viel bezahlt würde. Je höher aber die Unsicherheit über die letztendlich siegreichen Technologien ist, desto wertvoller ist die Möglichkeit, auf dem Weg in die Zukunft mit dabei zu sein. Der Weg wird somit sozusagen zum Ziel.

Mit dabei zu sein, die Entscheidungsfreiheit in Bezug auf die weitere technologische Entwicklung jederzeit in der Hand zu haben: In der Ökonomie nennt man diese Art von Optionen *Realoptionen*. Mit dem Begriff „Option“ ist immer eine „Berechtigung für etwas“ verbunden. Es gibt Realoptionen, die sich nahe an der rechtlichen Thematik im engeren Sinn bewegen, zum Beispiel Schürfrechte für Öl oder andere Rohstoffe. Ihr Wert bemisst sich nicht in erster Linie am künftigen ökonomischen Gewinn aus der Schürfaktivität, sondern aus der Möglichkeit, irgendwann einmal mit Schürfen beginnen zu können. Deshalb sind Schürfrechte auch dann etwas wert, wenn das Schürfen im momentanen Zeitpunkt ausserhalb jeglicher betriebswirtschaftlicher Vernunft liegt.

Dann gibt es aber auch Realoptionen mit eher faktischem Charakter. Wer als Besitzer eines Schürfrechts zusätzlich noch Bohreinrichtungen bereithält, um im Falle eines Falles mit Schürfen beginnen zu können, hat eine solche faktische Realoption in seiner Hand.

„New Economy“ hat sehr viel gemeinsam mit Schürfrechten und mit faktischen Realoptionen. Ohne das Konzept von Realoptionen lässt sich die Attraktivität der Gewinnlosigkeit nicht erklären. Nehmen wir zum Beispiel den von männiglich landauf, landab gepflegten Internetauftritt. Niemand, der ihm nicht hohe strategische Bedeutung zumessen würde. Auch wenn man nicht weiss, ob ein Internetauftritt je profitabel sein wird (welcher ist es schon?) – man macht trotzdem mit und erbringt hohe geldwerte Leistungen dafür. Weshalb in aller Welt? Weil man sich die Handlungsfreiheit in Bezug auf künftige Entwicklungen offenhalten möchte. Die

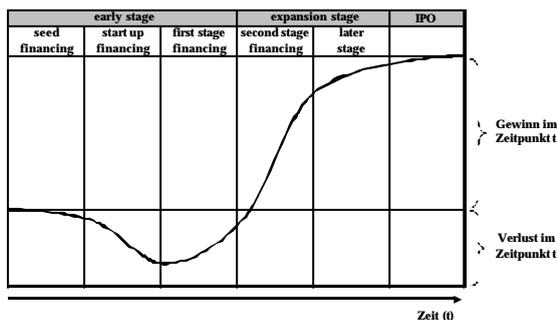
Handlungsfreiheit hat einen bezifferbaren ökonomischen Wert.

Was für die Homepage gilt, trifft noch in viel höherem Masse für die vielen anderen Bereiche der technologischen Revolution zu. Breitbandtechnologie, UMTS-Lizenzen, Voice-over-IP, biologische Computer: Eine technologische Revolution mit so vielen möglichen künftigen Opportunitäten ruft förmlich nach Realoptionen. Denn wer sie nicht hat, wird bald einmal alt aussehen. „Old“ im wahrsten Sinne des Wortes.

6. Das Problem des fünfmaligen Todes

Wir sind der Meinung, dass auch bei vielen „New Economy“-Firmen, seien sie nun im Telekommunikations- oder im Internet- oder im Softwarebereich tätig oder forschen sie an irgendwelchen Protein-Strukturen von Genen herum, nicht in erster Linie die exorbitanten und in ferner Zukunft liegenden Gewinne relevant sind, sondern die Realoptionen, die sie im Verlaufe des technologischen Wandels vermitteln. „New Economy“-Firmen stellen als lebendige faktische Realoptionen sicher, dass, was auch immer weiter passieren wird und welche neuen Opportunitäten sich auch immer wieder eröffnen, der Anschluss nicht verpasst wird. So gesehen sind sie so etwas wie *eine Versicherung gegen künftige Innovation*. Die Unsicherheit über das Eintreffen der zukünftigen Profitabilität und der lange Zeitraum bis dahin würden eigentlich verbieten, Kapital in solche Firmen zu stecken. Die durch die Firmen sich erschliessende Möglichkeit zu immer wieder neuen und sich den jeweiligen Gegebenheiten anpassenden Entscheidungen verleiht ihnen jedoch den ökonomischen Wert, über den man bei Börsengängen dann und wann staunt. Es handelt sich um *Prämien*.

Venture Phasen und Ertragssituation



Nun stellt sich allerdings das Problem, dass ein gewinnloses Dasein eine besondere öko-

nomische Herausforderung darstellt. Die obige Darstellung zeigt den „Werdegang“ einer jungen Firma im sogenannten „Venture“-Bereich auf. Grosse Ideen – wenig oder gar keine Einkünfte. In den ersten Phasen des Lebenszyklus braucht's periodisch neues Kapital. Ob aber Kapital zu jedem Zeitpunkt zur Verfügung gestellt wird, hängt von vielerlei internen und externen Faktoren ab. So stellen nicht jede Idee und nicht jeder Businessplan, mögen sie noch so überzeugend dargestellt sein, für die Wirtschaft jenen Mehrwert sicher, den sie als Realoption auch zu finanzieren bereit sind. Und nicht jede gute Idee wird mit entsprechender Qualität umgesetzt. Aus einer Vision kann schnell einmal eine Illusion werden. Im Zuge der Nasdaq- und New Market-Euphorie kam viel Wertloses in den Genuss von neuem Kapital. Die letzten Monate haben diesbezüglich Spreu vom Weizen zu scheiden begonnen. Es kann aber auch sein, dass sich durchaus interessant erscheinende Opportunitäten plötzlich als nutzlos entpuppen, weil der technologische Wandel schon die übernächste Innovation ankündigt. Die Realoption erweist sich als wertlos. Beispiel: Was ist die WAP-Technologie im Angesicht von UMTS noch wert?

Das grösste Problem im Umgang mit gewinnlosen Firmen stellt aber zweifelsohne die *Liquiditätsfrage* dar. Sehr viel deutet darauf hin, dass die Zurverfügungstellung von Kapital kein kontinuierlicher Vorgang ist. Es gibt Zeiten, in denen Geld geradezu nachgeworfen wird, und es gibt Zeiten absoluter Trockenheit. Dann kann zwar in grosser Ferne die hellste Zukunft leuchten – Geld gibt es aber keines. Nicht umsonst ist die Kreditfähigkeit der Banken von hoher Zyklik gekennzeichnet. Die Hingabe von Eigenkapital wird nicht sehr viel anders verlaufen.

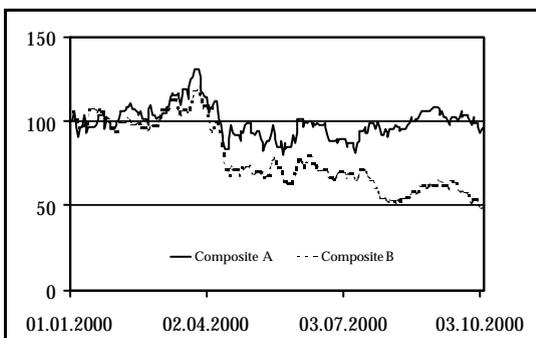
Hierin liegt also die Schwäche der New Economy-Firma: Dass sie, allen möglichen künftigen Chancen zum Trotz, auf dem Wege dahin fünfmal ausgetrocknet und gestorben sein kann. Nicht ohne Grund wird mit Sorge auf die *Cash Burn Ratio* (zu deutsch etwa: „Liquiditätsverschleiss“) nicht nur kleiner Start-Ups, sondern auch grosser und grösster „New Economy“-Firmen geschaut. Wenn sie am Liquiditätsproblem scheitern, dann ist auch die durch sie verkörperte Realoption

dahin. Ein Bewertungsproblem stellt sich dann nicht mehr.

7. Der leise Charme des Konglomerätchens

Mit der Einsicht, dass in der Liquiditätsfrage die grösste Achillesferse der „New Economy“ liegt, muss auch die Überlegung einhergehen, dass die Vorsorge für Liquidität einen ökonomischen Wert haben muss. Denn wenn die Liquidität nicht kontinuierlich zufließt, dann kann es ja sein, dass durchaus lebenswerte Gebilde absterben, die überlebt hätten, wenn die Zeiten gerade gebefreudiger gewesen wären. Seit dem Nasdaq-Crash von Ende Februar stehen wir in einer solchen Phase skeptischer Zurückhaltung.

Wir sind der Frage, ob Liquiditätsvorsorge für „New Economy“-Firmen einen ökonomischen Wert hat, empirisch nachgegangen und haben die Börsenbewertung von Firmen, die einen positiven Cash Flow (und damit Liquiditätszuflüsse) zu erwirtschaften imstande sind, mit solchen verglichen, die noch in der Verlustzone arbeiten oder deren Erträge rückläufig sind. Das Resultat spricht für sich. Wer Geld verdient, überlebt besser und vermutlich länger. Seit dem Nasdaq-Crash unterscheiden die Märkte sehr sorgfältig, wie es um die Überlebenschancen der faktischen Realloptionen steht.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Das erfolgreichere Composite A besteht aus den fünf Firmen Cisco, Lycos, Yahoo, E-bay und Sun Microsystems. Sie alle weisen im Halbjahresabschluss vom Sommer 2000 einen positiven Cash Flow aus und haben ihn überdies seit Dezember 1999 gesteigert. Im zweiten Composite B, das seit Beginn 2000 immerhin rund 50 Prozent eingebüsst hat, befinden sich die Firmen E*Trade, At Home, Amazon, Snowball und Quokka Sports. Sie hatten im gleichen Zeitraum sowohl negative Cash Flows als auch zusätzlich eine Verschlechterung der Ertragsverhältnisse. Für die

Cash Flows haben wir nur die Erträge aus betrieblichen Aktivitäten berücksichtigt.

Stellt sich nun aber die Frage, auf welche Art es „New Economy“-Firmen möglich ist, Liquiditätsvorsorge zu betreiben. Genügen ausgezeichnete Beziehungen zu Banken oder ein Netzwerk grosszügiger Investoren?

Die nächstliegende Lösung des Problems besteht selbstverständlich darin, möglichst rasch *positive Erträge* zu erwirtschaften und die Liquiditätsvorsorge sozusagen von innen her anzugehen. Das bedeutet aber Produktion, Marketing, Vertrieb – oft nicht die Stärken eines „New Economy“-Teams. Wie viele erfolgreiche Internet-Firmen sind nicht schon an Logistik-Problemen gescheitert? Wie viele Software-Produzenten sind nicht über die Hürde des erfolgreichen Vertriebs gestolpert? Gewiss, wer zur Erwirtschaftung positiver Erträge in der Lage ist, der wird belohnt, und zwar vermutlich nicht wegen der Höhe der Erträge, sondern wegen der höheren Wahrscheinlichkeit des Überlebens der Realloption.

Wenn zum Beispiel eine Firma wie Think Tools, kotiert am Schweizer New Market, Quartalerträge in der Höhe von ein paar Millionen Franken ausweist, dann jubelt die Börse nicht deswegen (und generiert dabei eine Börsenkapitalisierung in Milliardenhöhe), sondern wegen der durch die positive Ertragslage entscheidend erhöhten Wahrscheinlichkeit, dass die möglicherweise interessanten Software-Tools einmal zur Anwendung gelangen könnten.

Wer nicht selber für Liquidität sorgen kann, muss sich anders organisieren. *Venture-Kapital-Gesellschaften* sind im Grunde nichts anderes als Strukturen, die zur rechten Zeit den von ihnen betreuten Unternehmen wieder Liquidität zufließen lassen. Wenn sie seriös geführt sind, dann erwirtschaften sie als solche durch ihre Funktion als Liquiditätsspenden einen Mehrwert. Die von ihnen betreuten Realloptionen haben eine höhere Überlebenschance.

Die dritte Möglichkeit liegt in der *Kombination* von „Old“ und „New Economy“. Produktion, Marketing, Vertrieb, Administration: Alles „Old-Economy“-Eigenschaften, die Voraussetzung dafür sind, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit in Zukunft Liquidität zur Verfügung stehen wird. Es gibt eine Unzahl solcher Kombinationen im Kleinen, aber auch

grosse Players haben diesen Weg gewählt. Die Kombination des Medienkonzerns Time Warner mit dem Internet-Provider AOL ist das Paradebeispiel für ein gelungenes Zusammengehen von „Old“ und „New Economy“. Time Warner bringt die stetigen Erträge, AOL die Innovation. Die Kombination von Roche und Genentech ist nicht eine völlig andere.

8. Grautöne

Zugegeben, es wäre schön und einfach, wenn die von der Portfoliotheorie geforderte atomisiert-fokussierte Firma mit optimaler Betriebsgrösse und eindeutiger regionaler Verankerung auch unumstritten die wirtschaftlich erfolgreichste wäre. Wir haben nachzuweisen versucht, dass in Bezug auf die häufig über längere Zeit ertragslosen Innovationen die Fokussierungsidee nicht wirklich funktioniert. Ein Technologieschub, wie er sich seit geraumer Zeit abspielt, ruft nach Möglichkeiten, je nach weiterem Verlauf der Entwicklung immer wieder neue und andere Chancen wahrnehmen zu können. Dazu braucht es die Vielzahl von so innovativen wie ertragsarmen Unternehmungen. Deren ökonomischer Wert liegt weitestgehend in ihrer Funktion, dass sie die Handlungsfreiheit für künftige Entwicklungen offenhalten. Das ist gleichzeitig aber eine magere Basis fürs tägliche Überleben. Darin besteht das Problem der „New Economy“, und dieses Problem hat in diesem Jahr die grossen Unsicherheiten an den Börsen herbeigeführt.

Wirtschaftlicher Erfolg findet nicht in der portfoliotheoretischen Retorte statt, sondern muss im rauen Gegenwind von widrigen Gegebenheiten erkämpft werden. Eine dieser widrigen Gegebenheiten ist der Umstand, dass die Versorgung mit Kapital eher nicht über einen Preismechanismus (bei dem je nach Risiko höhere oder tiefere Preise für Kapital resultieren würden) erfolgt, sondern eher einem Rationierungssystem entspricht. Entweder gibt es Geld oder es gibt keines. Eine äusserst schwierige Ausgangslage für ertragslose Unternehmungen! Just diese sind es aber, die die Innovation ausmachen. Sie stellen der Wirtschaft die für die Zukunftsbewältigung notwendigen Realloptionen zur Verfügung.

„New Economy“ ruft nach Kombinationen. Diese stellen sicher, was der Markt in nicht genügendem Ausmass kann. „Old“ subventioniert „New“ durch Liquiditätsvorsorge. Es

resultieren Konglomerate, die man bis vor kurzem noch als dem Tode geweiht vermutete. Da man sich aber der Nachteile der Konglomerate, wie sie die Portfoliotheorie stichhaltig nachgewiesen hat, bewusst ist, kommt man nicht darum herum, vor Investitionsentscheiden Überlegungen zur Qualität des Managements, zur unternehmensinternen Anreizsituation und dergleichen anzustellen. Die Welt von Grautönen verlangt nach einem feinen Sensorium für Abstufungen.

Wo das Sensorium nicht ausreicht, und wir würden meinen, dass solcherlei finanzanalytische Einsichten nur in Ausnahmefällen in genügendem Masse zu haben sind, bleibt nichts anderes übrig, mehr noch als früher, der *Diversifikation von Anlagen* höchste Aufmerksamkeit zu schenken. Die Diversifikation muss branchenweise und regional ausgeglichen sein. Innovation ist nicht standortgebunden und kann auf die Länge auch nicht eingesperrt werden. Im Gegenteil: die durch die moderne Kommunikation ermöglichte Globalisierung lässt die Wahrnehmung von Realloptionen zu, wo das früher völlig unmöglich gewesen wäre. Man schaue einmal nach Indien. Software-Innovation findet heutzutage dort statt. Konsequente Diversifikation über die Branchen und über die Weltregionen hinweg: Das ist die Anwendung eines Rezepts zur Verwendung von Grautönen. Man braucht sich dessen nicht zu schämen.

9. Ein grosses Postscriptum

Die Beschäftigung mit dem Konzept der Realloptionen hat beim Verfasser einige weitere Gedanken ausgelöst, die zum Schluss dieses Anlagekommentars wiedergegeben seien. Die Frage der Sicherstellung einer genügenden Handlungsfreiheit über den Lauf der Zeit stellt sich ja nicht nur im Umgang mit dem mächtigen Innovationsschub, der uns und die Finanzmärkte dermassen in Atem hält. Handlungsfreiheit ist beispielsweise auch ein Thema in der Gestaltung der persönlichen Lebensumstände.

Dem in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung Beschäftigten fällt immer wieder auf, dass erfolgreiche Unternehmer in ihrem persönlichen Portefeuille oft erstaunliche Mengen an liquiden Mitteln vor sich herschieben. Liquide Mittel sind synonym mit einer minimalen Rendite, was den Berater selbstverständlich stört. Er unternimmt immer

wieder Vorstösse, die brachliegenden Beträge endlich einmal investieren zu dürfen. Nach gängigem Asset-and-Liability-Management werden ja die Beträge auf absehbare Zeit nicht gebraucht, folglich kann der Anlagehorizont als „lang“ veranschlagt werden, und konsequenterweise empfiehlt der Berater Aktienanlagen. Recht hat er. Aber der Unternehmer bleibt trotzdem bei seiner Liquidität. Weshalb?

Weil er – vermutlich implizit oder instinktiv – weiss, dass Liquidität für den Unternehmer die Funktion einer Realoption hat, die es ihm erlaubt, über den Lauf der Zeit hinweg bei welchen Umständen auch immer die unternehmerische Handlungsfreiheit zu wahren. Insofern hat seine Liquiditätshaltung Versicherungscharakter für künftig notwendige Entscheidungen. Es ist ökonomisch absolut rational, das Polster mit flüssigen Mitteln vor sich herzuschieben. Denn der Nutzen, den die liquiden Mittel in Form von Handlungsfreiheit abwerfen, übersteigt die Opportunitätssträge einer Aktienanlage. In diesem Sinne müsste man über allzu einfache Rezepte zur Allokation von Anlagevermögen nochmals nachdenken.

Ein zweiter Gedanke betrifft die Goldreserven der Notenbank. Brachliegendes Kapital, wurde allenthalben vorgeworfen. Man könne diese Mittel renditeträchtiger anlegen, und in der Folge ging man daran, einen Teil der Goldreserven zu veräussern. Unter Einbezug des Konzepts der Realoption sieht die Beurteilung der Goldreserven vielleicht etwas differenzierter aus. Es sind ja durchaus Umstände im Zusammenhang mit dem globalen Finanzsystem denkbar, in denen nur noch Gold die Handlungsfreiheit der Notenbank eines kleinen und unabhängigen Landes ausmachen würde. Gold ist im Gegensatz zu Devisenreserven auch ausserhalb des Finanzsystems fungibel. Nicht, dass wir jetzt einer Wiederaufstockung der Goldreserven durch die Schweizerische Nationalbank das Wort reden würden. Alles ist eine Frage des Masses. Aber es trifft gewiss nicht zu, dass man Goldreserven allein an ihrer (in den letzten Jahren negativen) Rendite messen darf. Vielmehr haben die durch sie vermittelten Realoptionen durchaus einen ökonomischen Wert.

Der Gedanke, dass einmal ein Notfall eintreffen könnte, bei dem man um ein genügendes

Mass an Handlungsfreiheit dankbar wäre, ging in letzter Zeit vielerorts verloren. Das trifft auch zu für die *ultima ratio* in Sachen Handlungsfreiheit eines Landes, die Möglichkeit des Einsatzes seiner Verteidigungskräfte. Das Denken in der Realoption Landesverteidigung bereitet vermutlich deshalb Mühe, weil die Sicherheit in Westeuropa in den letzten 50 Jahren nur noch zugenommen hat. Realoptionen, das haben wir weiter oben festgestellt, sinken in ihrem Wert, je sicherer die Situation wird. Soll man deswegen auf sie verzichten? Wenn der Vergleich zum Unternehmer zulässig ist – er würde die Realoption niemals aus der Hand geben. Fragt sich halt einfach, wie unternehmerisch (im weitesten Sinne des Wortes) sich Staat und Gesellschaft noch fühlen. Das Schweizer Volk wird in der nächsten Zeit ein paar Entscheidungen dazu fällen dürfen.

KH, 9.10.2000