

Weshalb Überschwang rational ist

Autor(en): **Hummler, Konrad**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur**

Band (Jahr): **80 (2000)**

Heft 7-8

PDF erstellt am: **17.07.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-166291>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern. Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Konrad Hummler

WESHALB ÜBERSCHWANG RATIONAL IST

Allan Greenspan hat als Notenbank-Chef im Jahre 1996 vor irrationalem Überschwang (irrational ecuberance) gewarnt. Er drückte damit aus, dass die glänzende Wirtschaftslage der USA in direktem Zusammenhang mit dem Ansteigen der Aktienkurse stünden und dass ein Kurszerfall, als «Rückkehr zur Rationalität», die US-Konjunktur empfindlich treffen würde. Damit zweifelt er im Grunde genommen am Funktionieren der Marktmechanismen. Was ist von solchen Warnungen und Zweifeln zu halten?

Die Lektion der Natur

Wer sich bei der Anlage eines Biotops, wie der Autor dieser Zeilen vor etwelchen Jahren, an den weisen Rat der Fachleute hält und darauf verzichtet, zur Beschleunigung der Prozesse irgendwelche Tiere und Pflanzen zu importieren, kann folgende Lektion in «angewandter Naturkunde» (und damit auch über Entwicklungsabläufe bei hoch komplexen Phänomenen) erleben: Zunächst passiert recht lange nichts. Dann aber folgt Populationswelle um Populationswelle: zuerst rote, spiralförmige Wasserwürmchen in unübersehbarer Menge. Ein paar Wochen später kommen graubraune Rudertierchen, die sich in hoher Zahl ruckartig durchs Wasser fortbewegen, noch später folgen die Wasserschnecken. Erst nach ein, zwei Jahren stellt sich ein Gleichgewicht verschiedenster Pflanzen und Tiere ein; von dann an gibt es keine zahlenmässigen Überschwemmungen, keine «Überschwänge» mehr.

Was verleitet nun 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. Und wie verhält es sich beim Menschen? Milliarden von Samenzellen produziert ein Mann im Laufe seines Lebens, um allenfalls Vater von wenigen Kindern zu werden, – in der Schweiz durchschnittlich weniger als zwei pro Elternpaar ... Weshalb diese Grosszügigkeit der Natur? Weil offenbar 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 Wahrscheinlichkeiten 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 Güllenfass 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 Tauglichsten, Stärksten und Besten überleben und weitergedeihen können. Das gilt es festzuhalten.

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 ziem-

lich 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

*Die Natur investiert enorm viel in
Dinge, die in ihrer Gesamtheit
niemals überleben können.*

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 mehreren 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 erfreut man sich ganz übermässig der Erst-Emissionen am sogenannten Neuen Markt und zeigt sich enttäuscht, wenn nach kurzer Zeit nicht wenigstens eine dreistellige Rendite heraus-schaut. Und selbstverständlich wird das so weitergehen: 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. Extrapoliertweise, 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 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.

Nur drei Prozent schaffen es wirklich

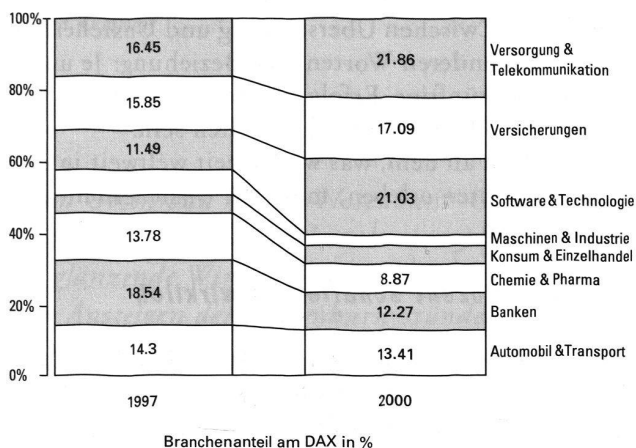
Wir haben in Vorbereitung dieses Anlagekommentars ein wenig statistisches Material zusammengetragen und eine Anzahl von Erst-Emissionen (*Initial Public Offerings*, IPOs) einer näheren Untersuchung unterzogen. Die Resultate bestätigen die Biotop-These. Die Renditeverteilung von Firmen, die erst seit 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

*Je ungewisser der künftige Erfolg,
desto grösser muss am Anfang
die Übertreibung ausgefallen sein.*

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 ge-

Volatile Branchenanteile (dargestellt anhand des DAX)



rade 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 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?

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 Biotop, in denen die roten Würmchen und die Rudertierchen und die Algen und die Seerosen zu-

gleich in grosser Menge wuchern. Das kann aber nicht sein, denn letztlich ist auch das Riesentop Weltwirtschaft endlich. Die Güter sind und bleiben knapp.

Man kann die Risiken, denen junge Unternehmungen 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? 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 Börsenkaptalisierungen *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 gleichzeitig.
- *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

Die Risiken, die auf dem Weg zu neuen Gleichgewichten im riesigen Biotop der Weltwirtschaft lauern, werden bei weitem unterschätzt.

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 schwerwiegend: 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!

Letztlich ist auch das Riesenbiotop
Weltwirtschaft endlich. Die Güter
sind und bleiben knapp.

- *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. Jede kapital-

hungrige Unternehmung *muss* angesichts der hohen Risiken, die mit dem Geschäft mit jungen Firmen verbunden sind, 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 Kapitalmarktbereiche, 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 empirisch nachgewiesene ungleiche Verteilung der Renditen zwischen dem ersten, zweiten und dritten Jahr nach der Emission von dieser Ineffizienz herrührt. Je grösser am Anfang der Jubel, desto übler die Katerstimmung 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. ♦

Konrad Hummler, geboren 1953, studierte an er Universität Zürich Jurisprudenz und in Rochester (N.Y.) Ökonomie. Er ist seit 1991 Teilhaber von Wegelin & Co., Privatbankiers, St. Gallen. Autor verschiedener polit-ökonomischer Studien, zuletzt: *Megafusionen im Lichte finanztheoretischer Überlegungen*, in: Siegwart/Neugebauer, *Mega-Fusionen*, Paul Haupt Verlag, Bern 1998.

Beispiel: Globale Umweltprobleme

Auch hier dürfte die liberale Lösung jedoch nicht in regierungsähnlichen Institutionen auf Weltniveau bestehen, sondern in speziellen Verträgen, die ökonomischen Instrumenten und wettbewerblichen Strukturen die Aufgabe zuweisen, globale Umweltbelastungen einzudämmen.

GERHARD SCHWARZ, in: *Neue Konturen einer liberalen Wirtschaftspolitik*, Hrsg. Franz Jaeger/Winfried Stier, Verlag Rüegger, Chur/Zürich 1998, S. 47.