

DOT-COM BLASE 2.0?

Reflexion Albin Kistler AG

Oktober 2019

Es herrscht wieder Goldgräberstimmung in der IT-Branche. Die boomenden Aktienkurse werden deshalb vermehrt mit der berüchtigten Dot-Com Blase um die Jahrtausendwende verglichen. Dies greift zu kurz. Zwar beobachten wir in den USA eine äusserst euphorische Stimmung im Wagniskapitalmarkt und hohe Bewertungen bei Erstnotierungen. Die Aussage, dass globale IT-Aktien als Ganzes in einer Kursblase stecken, ist unserer Meinung nach jedoch falsch.

Dot-com Blase 2.0?

Oktober 2019, Tobias Hochstrasser

Es vergeht momentan kaum ein Tag ohne neue Kursrekorde bei IT-Aktien. Seit geraumer Zeit führen fünf IT-Firmen die Liste der wertvollsten Firmen der Welt an: Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet und Facebook. Diesen Film hat man doch schon mal gesehen, wird sich manch Investor denken, denn bereits um die Jahrtausendwende erlebten Tech-Aktien einen beispiellosen Höhenflug.

Der kritische Geist stellt sich deshalb zu Recht die Frage, ob wir uns gegenwärtig in einer Neuauflage befinden. Die Antwort ist «ja und nein».

Rückblick

An den US-Finanzmärkten spielte sich in den Jahren vor der Jahrtausendwende Erstaunliches ab. Eine lange wirtschaftliche Boomphase wurde an den Aktienmärkten mit grossen Kursavancen widerspiegelt. Dies weckte das Interesse einer Heerschar an meist unerfahrenen Privatinvestoren. Reich werden konnte angesichts fortwährend steigender Aktienkurse jeder, der mitmachte. Im Fokus dieser Manie standen dabei junge Technologiefirmen mit Bezug zum Internet, die sich an der Börse kotieren liessen. Man sprach von einer «neuen Ära».

Eine genauere Analyse dieser aussergewöhnlichen Dynamik bringt eindeutige Symptome hervor, die typisch für die Bildung von Aktienpreisblasen sind:

1. Euphorie unter Investoren
2. Sinkende Unternehmensqualität
3. Exzessive Firmenbewertungen

Aktieninvestoren waren um die Jahrtausendwende äusserst aktiv. Das Aufkommen von «Dayträdern», meist Privatinvestoren, die durch tägliches Handeln zu Reichtum gelangen wollten, führte dazu, dass die durchschnittliche Haltedauer von US-Aktienanlagen sich bis ins Jahr 2000 mehr als halbierte im Vergleich zu 1990. Die Investoren-

In Kürze

- Globale IT-Aktien befinden sich nicht in einer Kursblase wie zur Jahrtausendwende
 - Übertreibungserscheinungen existieren am US IPO- und Wagniskapitalmarkt
 - Aktien von etablierten Firmen bieten hohe Qualität zu angemessenen Preisen
-

stimmung war gemäss zahlreicher Umfragen generell euphorisch. Dies ist ein Warnzeichen für den wertorientierten Investor, weil Euphorie schnell in Enttäuschung umschlagen kann, wenn allseits hohe Erwartungen sich nicht erfüllen. Noch deutlicher zeigten sich Übertreibungen anhand der IPO-Aktivität, allen voran an der US-Technologiebörse NASDAQ, die in den Jahren 1999 und 2000 ausserordentlich hoch war. Nicht nur die Anzahl Erstnotierungen an der Börse, auch deren Grösse beschleunigte sich im Verlauf der Neunzigerjahre rapide. Im Jahr 1999 gingen beispielsweise nicht weniger als 370 IT-Firmen an die Börse, mehr als drei Mal so viele wie durchschnittlich in den fünf vorangegangenen Jahren.¹ Fantastische Ersttagesgewinne waren eindeutige Zeichen einer überschwänglichen Euphorie und Gier nach Aktien der «New Economy». In den beiden Boomjahren brachte ein IT-IPO dem glücklichen Investor am ersten Handelstag durchschnittlich 89% ein.²

Im Verlauf der Boomjahre nahm die Qualität des «durchschnittlichen» IT-Unternehmens zudem merklich ab. Wiederum bringt ein Blick auf den IPO-Markt im Verlauf der 90er Jahre erstaunliches zu Tage: In der ersten Hälfte der Dekade ging die durchschnittliche IT-Firma rund acht Jahre nach Gründung an die Börse, wovon 75% dieser IPOs profitabel wirtschafteten. Um die Jahrtausendwende waren die Tech-IPOs dagegen im Schnitt gerade einmal vier Jahre und fünf Monate «jung» und nur 14% der Erstnotierungen schrieben Gewinne. In vieler Hinsicht blieb die Firma pets.com dabei in unrühmlicher Erinnerung. Im Jahre 1998 gegründet, ging der Onlinehändler für Haustiernahrung und -zubehör im Frühjahr 2000 an die Börse, investierte die gelösten Mittel vornehmlich in extravagante Werbung und meldete noch im November desselben Jahres Konkurs an.

¹ Ritter (2018) - Initial Public Offerings: Technology Stock IPOs

² Ljungqvist und Wilhelm (2003) - IPO-Pricing in the Dot-Com Bubble

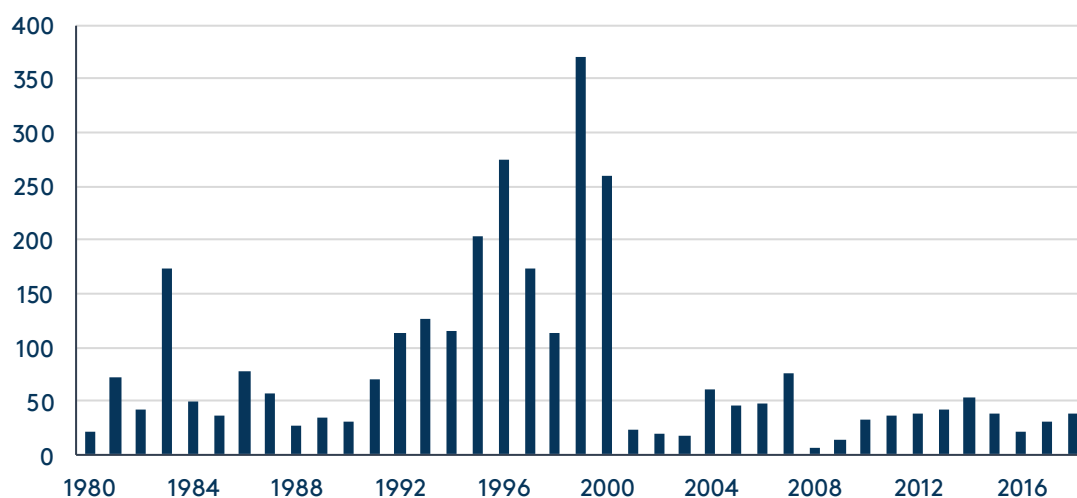
Mit anderen Worten, die Kundschaft war schlicht noch nicht bereit übers Internet Tierfutter zu kaufen. Übertreibungen solcher Art machten jedoch keinesfalls vor gestandenen Unternehmen halt. Für eine Zeit schien es, dass jedes Unternehmen eine Internetfirma sein wollte. Ein Lehrbuchbeispiel lieferte die Megafusion im Wert von USD 350 Mrd. von AOL, damals mit über 30 Millionen Kunden der weltweit grösste Internetanbieter, mit dem Medienkonglomerat Time Warner. Ziel war es, den «neuen Medienkonzern» zu kreieren, um das anbrechende goldene Zeitalter des Internets zu dominieren. Der Traum platzte bald. Nach Jahren mit Rekordabschreibungen, Restrukturierungen und Strategieänderungen blieb für die Aktionäre nur ein Bruchteil des einstigen Werts übrig. Gar in einem Totalverlust endeten Anlagen in den Energiedienstleister Enron. Deren visionäre Firmendenker bedienten sich allerlei betrügerischer Buchhaltungstricks um den Anlegern jahrelang steigende Gewinne vorzugaukeln. In Wahrheit erwiesen sich viele Projekte wie die gigantischen Investitionen in ein umspannendes Glasfasernetz als Luftschlösser und hinterliessen schlussendlich nur Verluste und einen gewaltigen Schuldenberg.

Als dritter Hinweis für die Blase erwiesen sich die rasant gestiegenen Aktienbewertungen. Ausgeprägt waren die Übertreibungen erneut am IPO-Markt in den USA.

Im Jahre 2000 kauften Publikumsaktionäre die Aktien der frisch emittierten Internetaktien am Ende des ersten Handelstages zu einem Median Preis-Umsatz-Verhältnis von 49.5 Mal. Sowohl vor (1990-1997) den Boomjahren als auch danach (2002-2017) bezahlten Investoren dagegen lediglich ein Multiple von etwa 5 Mal Jahresumsatz. Nicht minder absurd war der Aktienkursanstieg von Aktien etablierter IT-Firmen. Angeführt von den so genannten «four horsemen», wie die «heissen» Aktien von Microsoft, Intel, Cisco und Dell genannt wurden, vervielfachten sich die Bewertungen von IT-Aktien während der Boomjahre. Zur Jahrtausendwende resultierte ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von bemerkenswerten 98 Mal für den MSCI Welt IT Index³. Geradezu unspektakulär mutet daher die Multiple-Expansion des S&P 500 von 15 auf über 45 Mal in der gleichen Zeitperiode an.

Eine steigende Anzahl an Erstnotierungen am Ende eines langen Konjunktur- und Aktienmarktzyklus ist per se nicht ungewöhnlich. Aus Firmensicht ist es rational, eine Phase von gestiegenen Bewertungsniveaus zum Verkauf von Firmenanteilen an Publikumsaktionäre zu nutzen. Die beschriebenen Übertreibungen dieser Boomjahre sind jedoch deutliche Symptome von irrationalem Überschwang und deshalb wichtige Warnsignale für den wertorientierten Investor.

Anzahl Tech-IPOs an NASDAQ pro Jahr



Quelle: Ritter (2018) - Initial Public Offerings: Technology Stocks IPOs

³ Der Index bildet die Wertentwicklung von IT-Unternehmen aus den Industrienationen ab.

Gegenwart

Angesichts hoher Kursgewinne bei IT-Aktien über die letzten Jahre und einer deutlich erhöhten IPO-Aktivität im aktuellen Jahr sieht mancher Kommentator eine Wiederholung der Dot-Com-Blase. Eine Analyse nach obigem Rahmenwerk und Erfahrungswerten gibt hierfür Aufschluss:

Betreffend Investorenstimmung gibt es gegenwärtig unterschiedliche Signale. Die globale Investorengemeinde ist skeptisch. Gemäss State Street sind weltweit Institutionelle Investoren hinsichtlich den Aussichten Aktien gegenüber so negativ eingestellt wie seit Jahren nicht mehr. Zudem ist eine breite euphorische Partizipation von Privatinvestoren am Aktienmarkt nicht auszumachen. Bis Ende 2018 hat dies ein Blick auf die IPO-Aktivität von IT-Firmen über die letzten Jahre bestätigt. Dies besagen zumindest Statistiken des NASDAQ. Im Nachgang an die Finanzkrise kotierten sich ab 2010 jedes Jahr zwischen 21 und 53 neue IT-Firmen. Ebenso beunruhigen Ersttagesrenditen von durchschnittlich 15% keineswegs. Das Jahr 2019 steht jedoch heraus. Nicht nur die Anzahl IPOs hat merklich zugenommen, sondern auch deren Grösse: Uber brachte am Tag der Publikumsöffnung beispielsweise eine stolze Bewertung von USD 75 Mrd. auf die Waage. Dies unterstreicht die steigende Bedeutung von Wagniskapital und insbesondere des Aufstiegs von «Wachstumskapital» in den letzten Jahren. Solche Anlagevehikel investieren in private Unternehmen von bereits beachtlicher Grösse, oftmals um deren internationale Expansion zu finanzieren. Bekanntestes Beispiel ist wohl Softbank und der assoziierte Vision Fund (investierte Mittel von USD 100 Mrd.!) mit grossen Beteiligungen in Uber, WeWork und vielen weiteren «Einhörnern»⁴. Besorgniserregend sind dabei nicht nur die exorbitanten Bewertungen, zu denen das Vehikel investierte, sondern auch die Tatsache, dass diese zu einem erheblichen Teil mit Fremdkapital finanziert wurden. Die Preisentwicklung von Uber seit dem IPO hat bisher zwar enttäuscht, jedoch erlebten mehr als die Hälfte der diesjährigen Tech-IPOs eine Kurssteigerung von mehr als 50% im ersten Halbjahr.⁵ Kurz, gewisse Aktivitäten sowohl in der

Wagniskapitalszene, allen voran im Bereich Wachstumskapital, als auch am IPO-Markt senden eindeutige Warnzeichen einer Blase in diesen Bereichen aus. Wir glauben, dass der Vision Fund ohne die beispiellos tiefen Zinsen und die enorme Liquiditätsschwemme an den globalen Finanzmärkten in normalen Zeiten nicht in einer solchen Grössenordnung möglich wäre. Mehr noch, es würde nicht überraschen, wenn Softbank/Vision Fund einst in Schiefelage gerät und später gar als Symbol für das Ende einer aussergewöhnlichen Epoche im Wagniskapitalmarkt in die Geschichtsbücher eingehen würde. Für uns ist jedoch zentral, ob es Übertreibungen an den Publikumsmärkten gibt. Dafür sehen wir keine Anzeichen.

Hinsichtlich der Qualität der gelisteten IT-Firmen gilt es ebenfalls zu differenzieren. Auf der einen Seite überrascht es keineswegs, dass die zurzeit fünf wertvollsten Unternehmen allesamt aus der IT-Branche kommen. Diese sind klare Marktführer in ihren Märkten, haben solide Bilanzen und sind allesamt hochprofitabel. Seit dem Platzen der Dot-Com Blase hat sich die Welt nämlich gewandelt. Wohl kaum eine Firma funktioniert ohne ein Gros an verschiedenen Softwarelösungen. Mittlerweile können nur wenige Konsumenten auf einen Tag ohne ihr Smartphone verzichten. Es ist sogar das normalste der Welt geworden, Tierfutter übers Internet zu kaufen. Kurz, die Infrastruktur und Werkzeuge für die digitale Wirtschaft sind Realität. Aufgrund der Produktbeschaffenheit kann erstklassige Software heutzutage friktionsarm und hochprofitabel global vertrieben werden. Diese Kombination hat das Potenzial, innert kürzester Zeit enormen Wert für die Aktionäre, Lieferanten und Kunden zu schaffen. Dennoch kann nicht jedes Unternehmen ein zweites Microsoft werden. Zwar war im Jahre 2018 das durchschnittliche IT-Unternehmen beim IPO bereits über 10 Jahre alt (kein Warnzeichen hier), aber nur gerade 14% des Jahrgangs waren profitabel. Dies liegt zweifellos auch daran, dass eine Vielzahl der neukotierten Firmen das kapitalschonende Geschäftsmodell von Softwarefirmen betreiben. Für diese kann es für eine Zeit unbedeutend sein, keine Gewinne zu verbuchen, solange die Cashflows steigen. Trotzdem gibt der hohe Anteil verlustbringender Unternehmen zu denken. Wir sind zunehmend beunruhigt ob der Qualität einiger Einhörner, die jüngst an die Börse gingen. In unse-

⁴ Als Einhörner werden privat gehaltene Unternehmen bezeichnet, deren Bewertung über USD 1 Mrd. betragen.

⁵ Die Ersttagesrenditen von bspw. Fiverr (+90%) CrowdStrike (+71%) und Chewy (+59%) waren eindrucklich.

rer Einschätzung ist beispielsweise das gegenwärtige Geschäftsmodell von Lyft und Uber nicht nachhaltig. Beide Kontrahenten verlieren mit jeder vermittelten Fahrt Geld. Im Zuge des Skalierens ihrer Geschäfte erhöhen sich die Verluste zunehmend. Das Geschäftsmodell war bisher nur nachhaltig, weil immer wieder grosse Summen an Wagniskapital die Finanzlöcher ausglich. Es ist zwar möglich, dass der Aufbau zusätzlicher Dienstleistungen die Verluste im Kerngeschäft einst überkompensieren, wir nehmen jedoch klar Abstand von Investitionen in solch spekulativen Geschäftsmodelle. Albin Kistler investiert aus Überzeugung nur in Firmen, die den Nachweis erbracht haben, nachhaltig Überschüsse zu erwirtschaften.

Bezüglich Aktienbewertungen gilt es gleichermaßen zu unterscheiden. Gewiss gibt es insbesondere unter IT-Aktien, die erst kürzlich ihr IPO hatten, solche mit extrem hohe Bewertungen. Professor Jay Ritter, ein ausgewiesener Fachmann für Erstnotierungen in den USA, verwies im August besorgt auf ein durchschnittliches Kurs-Umsatz-Verhältnis von über 15 Mal für IT-IPOs im bisherigen Jahr, was hoch ist im Vergleich zum langjährigen Mittel.⁶ Die Aktien erstklassiger Geschäftsmodelle wie jenes von Zoom Video Communications handeln zurzeit gar bei einer Ratio von etwa 35. Dies ist trotz des hohen Wachstumspotenzials enorm hoch. Ein Blick auf die Bewertungsniveaus von etablierten IT-Unternehmen beruhigt uns jedoch. Im Verlauf des aktuellen Konjunkturzyklus erfolgte eine Bewertungsausweitung, gegenwärtig handelt der MSCI Welt IT Index auf einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 24 Mal. Dies ist höher als die Ratio des MSCI World Index mit 19, was uns als fair erscheint. So attestieren wir dem IT-Sektor mittel- und langfristig auch höhere Wachstumsraten sowie eine höhere Profitabilität.

Fazit für Investoren

Unsere Analyse empfiehlt dem wertorientierten Investor seine Allokation in IT-Aktien sorgfältig zu tätigen. Die Aktivitäten am US-IPO-Markt sowie Übertreibungen in Segmenten des Wagniskapitalmarkts raten bei «heissen» Erstnotierungen

zur Vorsicht. Werden insbesondere Anteile von Unternehmen mit zweifelhaftem Geschäftsmodell zu extremer Bewertung auf den Markt gebracht, so sprechen wir uns vehement gegen eine Anlage aus. Zuversichtlich stimmen uns die Entwicklungen um die gescheiterten Börsenpläne von WeWork, dem Anbieter von Büroflächen. Die Investorengemeinde hat mit grösster Zurückhaltung auf deren Kotierungsabsichten reagiert und so klar zum Ausdruck gebracht, dass nicht jedes Geschäftsmodell und jede Bewertung akzeptiert werden. Es ist beeindruckend, wie eine einstige Bewertung von USD 47 Mrd. sich nach Veröffentlichung des Börsenprospekts sich innert Tagen in Luft auflöste und das IPO schliesslich abgebrochen wurde.⁷ Stimmt hingegen die Unternehmensqualität sowie der Preis einer Aktie, investieren wir gerne. Dies ist unserer Meinung nach in weiten Teilen der globalen IT-Aktien gegeben. Wir erkennen momentan vielerorts eine gesunde Skepsis seitens der Investoren, was gegen die These einer allgemeinen Übertreibung bei IT-Valoren spricht. Mehr noch, wir sind überzeugte Investoren von Unternehmen wie Microsoft, Accenture und Ansys. Alle drei Firmen sind klare Marktführer in ihren Bereichen und profitieren von den weltweit strukturell steigenden Investitionen in die IT-Infrastruktur von Unternehmen sämtlicher Branchen. Zudem operieren sie allesamt mit soliden Bilanzen, weisen jeweils eine hohe Rentabilität aus und erwirtschaften steigende Gewinne. Die Aktien sind entsprechend ihrem Wachstumspotenzial fair bewertet. Dasselbe gilt beispielsweise auch für den hiesigen Nischenanbieter ALSO, dem führenden Distributor von IT-Hardware und Softwarelizenzen in Europa.

⁶ Gemäss Berechnungen von Prof. Jay Ritter liegt der Durchschnitt des Kurs-Umsatz-Verhältnisses Tech-IPOs zwischen 1980 und 2018 nach dem ersten Handelstag bei 6.9 Mal.

⁷ Die Bewertung von USD 47 Mrd. entsprang aus einer Transaktion zwischen WeWork und dem Vision Fund von Softbank und entbehrt im Vergleich zu derjenigen des Hauptkonkurrenten IWG jeglicher Logik. Manche Kommentatoren wittern bei WeWork inzwischen sogar Betrug.

Tobias Hochstrasser

Analyst Informationstechnologie

Die periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung: www.albinkistler.ch/studien