

VIRTUELLE WIRTSCHAFT

Netzwerke und digitale Produkte, die gratis genutzt werden können, erscheinen auf keiner Rechnung. Doch sie verändern die Wirtschaft fundamental. Zahlen und historische Vergleiche müssen sorgfältig hinterfragt werden.

“Wir haben einen neuen Papst“ – so prangt es auf Präsentationen und Publikationen aller Art. Daneben zwei Bilder, aufgenommen zu unterschiedlichen Zeitpunkten auf dem Petersplatz in Rom. Menschenmassen, wie man sie sich in Zeiten von Covid-19 kaum mehr vorstellen kann. An der Amtseinführung von Papst Benedikt XVI im April 2005 sind nur Hinterköpfe zu sehen; acht Jahre später, 2013 bei der Inauguration von Papst Franziskus, schwebt über den Köpfen ein leuchtender Wald aus Mobiltelefonen. Es ist ein Symbolbild für die rasante Ausbreitung der digitalen Welt.

Wer die Erinnerung an ein solches Ereignis in vordigitalen Zeiten in den Händen halten wollte, musste seine Negative zu Fotos umwandeln lassen oder das Bild gleich im Kiosk um die Ecke kaufen. Die dabei bezahlten Preise fanden Eingang in die Erfolgsrechnung des Kiosks und damit in die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für die Bestimmung des Bruttoinlandprodukts. In der digitalisierten Welt ist das anders. Milliarden und Abermilliarden Bilder und Videos werden gemacht, gespeichert, angeschaut, verschickt, kommentiert, weiterverschickt, ohne dass je ein Preis dafür bezahlt

wird – jedenfalls nicht direkt. Und all das taucht in keiner Erfolgs- und keiner volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung auf. Aber es ist nicht nur der Wert dieser Bilder, der in Zeiten der Digitalisierung unvollständig in den Statistiken abgebildet wird. Gleiches gilt für den Wert der Nutzung von Suchmaschinen, GPS-Systemen oder Apps wie Uber, Airbnb und Facebook. Einige dieser Dienste generieren zwar direkt oder indirekt Einnahmen über Werbung, den Verkauf von Nutzerdaten oder Taxi- und Hoteldienstleistungen. In den meisten Fällen aber ist die Nutzung zumindest vordergründig kostenlos und erscheint in keiner Rechnung.

Erfolgsrechnungen von Unternehmen und volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen sind hochrelevant für alle Arten von Entscheidungen – vom privaten Anlageentscheid bis hin zu öffentlichen Budgets und der Geldpolitik von Notenbanken. Könnte es sein, dass wir in Zeiten von Datenflut und Berechenbarkeitswahn systematisch mit Zahlen hantieren, die die Realität nicht mehr adäquat genug abbilden?

Von der physischen in die immaterielle Welt

Es ist gar nicht so lange her, da basierte die Wertschöpfung von Firmen und Volkswirtschaften auf handfesten Dingen: Fabrikanlagen, Maschinen, Rohstoffe, Boden, Immobilien, bezahlte Arbeit. Die Aktivseite in den Bilanzen von Unternehmen bestand zu wesentlichen Teilen aus Sachanlagen, verkauft wurden physische Güter an Märkten, in Warenhäusern oder auf Messen. Dienstleistungen fanden von Mensch zu Mensch statt, sei



es in der Bank oder beim Friseur. Die Bewertung der Substanz von Unternehmen war in einer solchen, von materiellen Gütern dominierten Wirtschaft relativ einfach. Die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung, das Bruttoinlandprodukt (BIP), liess sich recht verlässlich errechnen, auch wenn schon damals bedeutende Faktoren wie unbezahlte Tätigkeiten im Haushalt oder die in vielen Ländern substanzielle Schwarzarbeit nicht erfasst wurden.

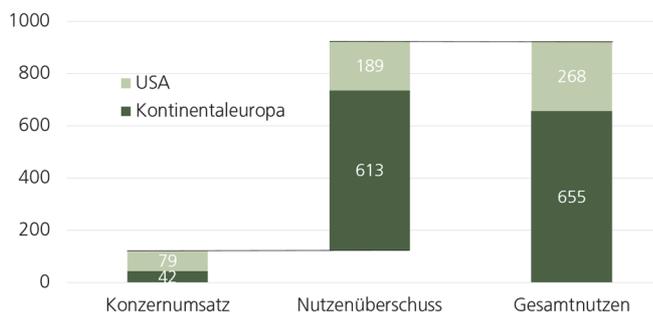
In der digitalisierten Welt von heute ergibt sich der Wert von vielen Unternehmen zu immer grösseren Teilen aus immateriellen Gütern wie Software, Algorithmen, Daten, Netzwerken, geistigem Eigentum, Marken, Patenten oder dergleichen. Die Bewertung wird damit nicht nur komplexer, sondern auch weniger verlässlich, zumal sich Netzwerkeffekte nur schwer quantifizieren lassen.

erscheinen in keiner Rechnung. Der Nutzenüberschuss von Google beträgt damit für Kontinentaleuropa ganze 2,7 Prozent des BIP, für die USA sind es 0,9 Prozent, pro Jahr. Bei solchen Zahlen erscheint eine Marktkapitalisierung von rund 1'200 Milliarden US-Dollar für die Google-Mutter Alphabet nicht mehr so übertrieben wie manche denken.

Ökonomisch handelt es sich beim so errechneten Nutzenüberschuss um die sogenannte Konsumentenrente. Solche Konsumentenrenten gab es schon immer und nicht erst seit der Einführung von digitalen Gratisprodukten – sie sind kein Ersatz für Erfolgsrechnungen. Doch liegt die Vermutung nahe, dass die Nutzenüberschüsse mit der Digitalisierung stark angestiegen sind. Ausserdem lässt die schiere Grösse dieser Zahlen darauf schliessen, dass die von vielen als enorm hoch angesehenen Bewertungen für Unternehmen aus der digitalen Wirtschaft möglicherweise doch eine Berechtigung haben: Investoren erwarten, dass es Unternehmen immer besser verstehen werden, ihre virtuellen Produkte in hartes Geld umzumünzen. Und nicht zuletzt braucht es schliesslich nicht viel Phantasie, um zu vermuten, dass sich die aggregierten und zusätzlich über Jahre kumulierten Zahlen für die zunehmend digitalisierte Wirtschaft auf ein Vielfaches der heute ausgewiesenen Zahlen für das Bruttoinlandprodukt summieren müssen.

DER NUTZWERT VON GOOGLE, IN MILLIARDEN USD

VIEL MEHR NUTZEN ALS UMSATZ



Quelle: NZZ, 11. März 2021, S.20. Die Daten wurden nur für Kontinentaleuropa und die USA berechnet. Für Details siehe den NZZ-Artikel "Der versteckte Wert von Google und Facebook" von Matthias Benz.

Wie erfasst man nun den Wert von digitalen Produkten, die gratis genutzt werden können? Wie kürzlich in der NZZ beschrieben, hat die Wissenschaft Methoden entwickelt, um den Wert solcher Dienstleistungen zu ermitteln. So erscheint es plausibel, dass die Nutzung von Google dem durchschnittlichen Konsumenten in Europa und den USA pro Jahr rund 1'000 US-Dollar wert ist. Multipliziert man dies mit der Anzahl Nutzer, erhält man den Gesamtnutzen der digitalen Produkte für die Konsumenten. Wie unsere Grafik zeigt, liegt der Umsatz – bei Google sind das vor allem Erlöse aus Werbung – um ein Vielfaches niedriger. Die den Umsatz übersteigenden 802 Milliarden US-Dollar

Blasen von gestern

Das Bruttoinlandprodukt ist eine der am meisten benutzten Kennzahlen in der Ökonomie. Es zeigt an, ob sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet oder wächst; es wird als Indikator für den Reichtum von Ländern und den Wohlstand pro Kopf genutzt; es wird für die Tragbarkeit der öffentlichen und privaten Verschuldung herangezogen oder in der geldpolitischen Diskussion zur Einschätzung der Grösse von Geldmengen und Bilanzen von Zentralbanken verwendet. Anlegerinnen und Anleger kennen ausserdem den sogenannten "Buffett-Indikator", eine Faustformel des amerikanischen Börsengurus Warren Buffett. Gemäss diesem Indikator beträgt die Marktkapitalisierung aller zur Zeit aktiv an den US-Börsen gehandelten Unternehmungen aktuell 194 Prozent des Bruttoinlandprodukts der



USA. Das ist, wie die Grafik zeigt, ein historischer Höchstwert und Anlass für viele Auguren, eine Blase mit unmittelbarem Crash-Risiko zu diagnostizieren.

Ganz so einfach ist es natürlich nicht, vor allem, wenn man sich die weiter oben beschriebenen enormen Veränderungen der letzten 15 Jahre vor Augen führt. So spricht einiges dafür, dass die Höhe des BIP in einer digitalisierten Wirtschaft zunehmend unterschätzt wird. Es ist also gut möglich, dass der "Buffett-Indikator" in der vordigitalen Wirtschaft als Hinweis für eine Börsenblase taugte, die Aussagekraft aber heute nicht mehr die gleiche ist wie früher – und es aufgrund einer Kumulation der Messprobleme auch immer weniger sein wird. Gleiches gilt potenziell für sämtliche anderen Verwendungen des BIP.

MARKTKAPITALISIERUNG USA IN PROZENT DES BIP, 1990-2021

EINE BLASE – ODER DOCH KEINE?



Quelle: Bloomberg, die Berechnung der Marktkapitalisierung für den sogenannten "Buffett-Indikator" basiert auf dem Wilshire 5000 Index.

Die Kritik am Bruttoinlandprodukt ist so alt wie der Indikator selbst. Schon 1968 spottete der US-Präsidentschaftskandidat Robert F. Kennedy, dass das BIP alles misst, "nur nicht das, was das Leben lebenswert macht". Seit vielen Jahren gibt es Versuche, das BIP durch alternative Indikatoren zu ersetzen, alle sind bislang gescheitert. Die grosse Stärke des BIP ist, dass es auf tatsächlich bezahlten Marktpreisen basiert und deshalb in Klarheit und Nachvollziehbarkeit kaum zu schlagen ist. Trotz der immer gravierender werdenden Messprobleme wird der Indikator somit nicht verschwinden. Alle, die mit diesem und ähnlichen Indikatoren hantieren, sollten sich aber bewusst sein, dass zu den bekannten Schwächen neue hinzukommen.

Koordinatensystem im Umbruch

Vor dem Einzug der Digitalisierung gab es weniger und sicher auch noch "krudere" Zahlen für die Analyse von Firmen und Volkswirtschaften. Gleichzeitig war die Welt weniger komplex und die Zahlen wohl verlässlicher. Doch schon damals reichte es kaum, Entscheidungen einfach nur mechanisch auf der Basis von Kennzahlen und deren historischer Entwicklung zu treffen. Kenntnisse über den Kontext waren notwendig, sei es zu Buchungsmethoden und Rechnungsstandards oder zu Ländern, Branchen und Unternehmungen.

Es mag paradox erscheinen, aber heute gilt es, Finanzkennzahlen allgemein mit noch mehr Vorsicht zu begegnen als in vordigitalen Zeiten. Wenn der Buchwert einer Firma wesentlich aus immateriellen, kaum quantifizierbaren Gütern besteht, dann ist auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis weniger brauchbar. Auch mag das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Apple, Google oder Facebook zu Recht höher sein als bei Firmen aus klassischeren Branchen. Herkömmliche Kennzahlen haben zwar weiterhin ihre Berechtigung, doch vordergründig eindrückliche historische Vergleiche sind nicht immer sinnvoll. Oder anders formuliert: Das Koordinatensystem der Ökonomie ist nicht ausser Kraft gesetzt, befindet sich aber in einem fundamentalen Umbruch. Dazu gehören auch die seit langem historisch niedrigen Zinsen, deren Ursachen und Gefahren immer noch kaum abschätzbar sind.

Die Ausbreitung der virtuellen Wirtschaft ist eine gewaltige Chance für die globale Gesellschaft und ihre Unternehmen. Gleichzeitig gilt, dass die Digitalisierung kein Allheilmittel für alle Probleme ist, trotz des quasireligiösen Charakters, der ihr bisweilen anhängt. Denn Algorithmen, digitale Netzwerke und Daten sind alles andere als unfehlbar. Anlegerinnen und Anleger müssen unter diesen Vorzeichen einerseits in die digitalisierte Wirtschaft investiert sein und ihre Werkzeuge, gerade auch im Bereich der Datenverarbeitung, nutzen. Andererseits gilt es, die Qualität von Zahlen, Geschäftsmodellen und Analysemethoden noch sorgfältiger und mit nüchternem Kopf zu hinterfragen.

—

IA, 31.03.2021



MIT SPACS FÄNGT MAN MÄUSE

Ein angeblich neues Finanzvehikel macht derzeit in Investorenkreisen Furore. Es liessen sich damit Renditen in dreistelliger Höhe erzielen, heisst es. Worum geht es? Eine Special Purpose Acquisition Company (SPAC) ist eine Gesellschaft ohne gewerblichen Betrieb, die ausschliesslich zur Kapitalbeschaffung durch einen Börsengang gegründet wird, um die Übernahme eines bestehenden Unternehmens zu bewerkstelligen. SPACs, auch bekannt als "Blankocheck"-Unternehmen, gibt es in den USA schon seit Jahrzehnten. In den letzten Jahren hat das Geschäft mit ihnen aber einen regelrechten Boom erlebt.

Jede Effizienzsteigerung im Kapitalmarkt ist begrüssenswert. Die Gefahr liegt aber darin, die Katze im Sack zu kaufen und dann von Schlawinern gehörig über den Tisch gezogen zu werden.

Die ersten Schritte bei einem SPAC sind die Gründung einer Mantelgesellschaft und eine Roadshow bei grossen Investoren. Der Börsengang der Mantelgesellschaft ("shell company") folgt als nächstes. Mit dem damit akquirierten Kapital sucht das Management der Mantelgesellschaft dann nach geeigneten Akquisitions-Zielen ("target company"). Dafür hat das Management in der Regel zwei Jahre Zeit. Sobald dieses Ziel-Unternehmen gefunden wurde und das Management der Mantelgesellschaft mit dem zu akquirierenden Unternehmen einen Deal verhandeln konnte, kommt es bei der Mantelgesellschaft zu einer Abstimmung. Das Wort Blankocheck-Unternehmen ist insofern nicht ganz richtig, weil die Generalversammlung darüber entscheiden darf, ob das vom Management ausgewählte Objekt erworben wird oder nicht. Wer nicht einverstanden ist, hat das Recht auszusteigen und erhält seinen Anteil zurück. Kommt es zu keiner Akquisition, erhalten die Investoren ihren Einsatz zurück. Der Sponsor, sprich das Management der Mantelgesellschaft, erhält als Entschädigung meist ca. 20% der Anteile am Zielunternehmen. Mit diesem Geld werden Kosten für den

IPO, Gründungskosten, Kotierungskosten und die Ausgaben für die Prüfung von möglichen Akquisitionszielen gedeckt. Allerdings: Der Sponsor verdient nur etwas, wenn es zu einer Übernahme kommt. Daher ist er versucht, auch einem Deal zuzustimmen, der für die anderen Investoren Nachteile mit sich bringt.

SPACs werden als weit weniger regulierte Möglichkeit zu einem Börsengang angesehen als ein klassischer IPO. Während in den USA bei einem klassischen IPO die Prüfung durch die SEC sechs Monate dauern kann, geht diese bei SPACs nur etwa deren zwei. Der Trend für mehr SPACs hat bereits in den Jahren vor Corona zugenommen. Mit Eintreten der Krise hat sich dieser aber nochmals markant verstärkt. Viele Unternehmen hatten aufgrund der Marktvolatilitäten Angst vor einem Börsengang und haben sich deshalb für den Weg via einen SPAC entschieden. Dieser bietet den Unternehmen höhere Sicherheit bei der Preisfindung.

Was ist von SPACs zu halten? Zunächst: Jede Effizienzsteigerung im Kapitalmarkt ist begrüssenswert. Denn sie erlaubt den Unternehmungen, einfacher, sprich kostengünstiger an Kapital zu gelangen. Für den Investor eröffnen sich einige zusätzliche Anlagemöglichkeiten, und die von klassischen IPOs in erster Linie profitierenden Zwischenhändler, die Investmentbanken, können nicht gleich den gesamten Mehrwert des Börsengangs für sich absahnen. Dafür darf der "Sponsor" kräftig zugreifen, was ja auch nicht falsch ist, denn er besorgt ja auch die Arbeit. Hauptsächlich.

Die Gefahr liegt bei SPACs darin, mit der *prae-numerando* Zurverfügungstellung von Kapital die Katze im Sack zu kaufen und danach von Schlawinern gehörig über den Tisch gezogen zu werden. Derzeit bemühen sich viele SPACs, mit glänzenden Namen materiell wenig involvierter Persönlichkeiten zu brillieren. Man sehe sich vor: Sein ist gerade hier wichtiger als Schein. Sonst droht das, was wir schon von den SPVs aus der Zeit vor der Finanzkrise her kennen: accident waiting to happen

—

KH, 31.03.2021

