



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Technologieaktien mit hohem Rückschlagspotenzial

17. April 2014

Eine Million Umsatz zu erzielen ist für jeden Start-up Unternehmer eine grosse Hürde. Eine Million Gewinn zu erzielen führt bereits zum Ritterschlag. Eine solche Firma wird nicht selten zu einem Gesamtwert von 10 bis 15 Millionen bewertet, vorausgesetzt, das Geschäftsmodell erweist sich als robust und die Gewinnaussichten bleiben intakt.

An der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq ist derzeit von anderen Bewertungen die Rede. Das mag blosses Erstaunen auslösen, aber rechnerisch gibt es nichts daran zu rütteln. Zum Aktienkurs am 15. April 2014 sieht das Bild wie folgt aus:

Amazon	535	x	Gewinn der letzten 12 Monate	145'100 Mio.	USD
Facebook	66	x	Gewinn der letzten 12 Monate	117'400 Mio.	USD
Logitech	92	x	Gewinn der letzten 12 Monate	2'100 Mio.	USD

Bei zahlreichen Firmen wie Tesla Motors, Splunk oder Twitter können wir das Kurs-Gewinn-Verhältnis gar nicht berechnen. Die Ergebnisse sind tiefrot, und dennoch werden solche Firmen bereits mit mehr als 24'000 Mio. USD bewertet!

Teils erzielten Unternehmen wie Amazon wohl horrenden Umsätze, zahlten allerdings mickrige Löhne, rekrutierten in Deutschland beispielsweise Hartz IV-Empfänger und liessen sich das noch vom Sozialstaat subventionieren. Dennoch verdienten sie unter dem Strich fast nichts. Das Unternehmen, welches den Buchhandel revolutioniert hat und über eine beachtliche logistische Leistungsfähigkeit verfügt, kämpft aber abseits von



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

homogenen Massenabsatzmärkten wie USA und Deutschland noch immer um signifikante Marktanteile. Für kleine, serviceverwöhnte Länder wie der Schweiz gibt es bessere Alternativen. Dennoch werden Gewinnwetten auf Amazon abgeschlossen, als wäre der Himmel nur die Vorstufe zu einem wolkenfreien Blick in die wahre Gewinn-Stratosphäre der Zukunft.

Manche Investoren haben längst erfasst, dass es nicht mehr um Stimmrechte geht. Als Vorbild im Silicon Valley gelten die Google-Gründer Larry Page und Sergey Brin. Sie besitzen die Aktien der Klasse A, was ihnen die Mehrheitsstimmrechte von derzeit 56 % sichert. Die B-Aktien dienen und dienen vor allem zur Finanzierung von Übernahmen und zur liquiditätsschonenden, gewinnverschönernden Vergütung von immer mehr Angestellten: Es drohte auf die Dauer Verwässerungsgefahr. Also kreierte man rasch noch eine Kategorie von C-Aktien: stimmrechtslose Papiere, die das alte Börsensymbol GOOGL übernehmen durften.

LinkedIn, Yelp und Facebook, um nur einige wenige zu nennen, haben das ebenso gemacht. One share, one vote? Aktionärsdemokratie? Vergütungslogik à la Minder-Initiative? Da lachen sich die US Boys tot. Im Silicon Valley gelten andere Gesetzmässigkeiten. Auch aktienrechtlich. Bei Facebook geht es gar nicht erst um eine faire Bewertung oder gute Governance. Entweder man kauft die Aktie oder nicht. Zu sagen hat man dem schlarpentragenden Kapuzenträger Mark Zuckerberg ohnehin nichts. Ob man seine Übernahmestrategien mit Instagram und Whatsapp versteht oder nicht: Mark kümmert das kaum. Die Strategie ist in seinem Kopf verborgen, die sinkenden Zahlen auf Facebook sickern nur durch Leaks zu den Finanzanalysten. Das Unternehmen bleibt eine unergründliche Black Box. Seit dem IPO (siehe meine Warnung vor zu hoher Bewertung im ["10 vor 10"](#)) sind wir da skeptisch.

Zu überzeugen vermögen uns viele Geschäfts- und Bewertungsmodelle mit ihren phantastischen Zukunftsvorstellungen nicht. Die Technologiebörse Nasdaq – inklusive Biotechnologietitel – ist nach historischen Massstäben insbesondere bei den jungen Firmen deutlich überbewertet. Das einzige Argument, investiert zu sein, heisst: **This time is different**. Das ist aber zugleich die am besten dokumentierte Selbsttäuschung in der Menschheitsgeschichte. Eine solche Anlagestrategie kann nur dem Kurzzeitgedächtnis entspringen.

Die etwas älteren Firmen wie Cisco, Microsoft und Intel unterliegen den jüngsten Bewertungstrends nicht. Es handelt sich allesamt um Wertpapiere, die nicht zuletzt über einen einigermaßen soliden „Track Record“ von tragfähigen Geschäftsstrategien und verlässlichen Dividendenzahlungen verfügen und vorwiegend in institutionellen Portfolios parkiert sind. Bereits unsicher werden selbst die etabliertesten Analysten, wenn es um Google geht. Die steilsten Wachstumskurven hat die Unternehmung wohl hinter sich, und immer mehr Analysten fragen sich, ob das auch für den Aktienkurs gilt.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Aber nun ist schon Nachmittag am Gründonnerstag. Es bleibt der Weg auf die Suche nach einem Osterei, das nicht internetbasiert, sondern in seiner wahrhaftigen Grösse angefasst werden kann. Ein Osterei, das keine heisse Kartoffel sein soll, die man schnellstmöglich wieder in andere Hände übergeben möchte. Ein Osterei, das weder mit Online-Gimmicks noch mit Buchhaltungs-Tricks aufgebläht ist, sondern ganz einfach ein schmackhaftes, köstliches Osterei. Vielleicht mit etwas Mayo drauf. Den Senf, der über die neue Welt und neue Technologien geschrieben wird, können wir uns ersparen. So schmecken die Ostertage wunderbar.

Geniessen Sie ein paar ruhige Stunden: schöne Ostern!

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner