



FOTOS: AP (IL); CORBIS SYGMA (re.)

Aktienhändler in New York, Hongkong, Chicago: Wohliges Gefühl von Reichtum ohne Arbeit

WELTBÖRSEN

# Das Lotterie-Prinzip

An den Weltbörsen regiert ein gefährlicher Leichtsinns: Die Banken haben den Anlegern die Zukunft verkauft – und womöglich schon die Zeit danach. *Von Gabor Steingart*

**D**er Börsenprofi ist anders. Er ist meist clever, oft klug, nur das Zweifeln hat er sich abgewöhnt. Besser gesagt: abgewöhnen müssen.

Als eine Art moderner Cowboy wird der Aktienhändler von seiner Bank schließlich dafür bezahlt, dass er ohne Zaudern zieht, um möglichst viele Treffer zu landen. Die falschen Wertpapiere können die Kleinaktionäre auch selber kaufen, von den Profis in den Banken wird erwartet, dass sie „outperformen“, also besser als der Durchschnitt des Marktes abschneiden.

Wenn diese Jungs es dem Zweifel gestatten würden, sich im Alltagsdenken einzugraben, wären sie kaum in der Lage, blitzschnell eine Milliardenwette auf die Zukunft der Zukunft abzuschließen, wo alle anderen sich schon bei ein paar Tausendern so schwer tun.

Der normale Kunde, das haben die Marketing-Leute genau untersucht, wird selbst nach der Entscheidung vom „Kauf-Kater“ befallen, weshalb ihn mittlerweile fast alle Waschmaschinen- und Computerfabrikanten im Handbuch mit der Botschaft begrüßen: „Lieber Käufer, Sie haben eine exzellente Wahl getroffen.“

Selbstverständlich nehmen auch die Börsianer Rücksicht auf die schwankende Gemütsverfassung ihrer Kunden. Für den

Fall, dass es mal anders, also schlechter, läuft, haben sie einen schelmischen Sprachcode entwickelt, bei dem Irrtum und Desaster niemals Irrtum und Desaster heißen.

Ein Absturz der Kurse wird einfühlend als „Korrektur“ oder – fröhlicher noch – als „Kaufgelegenheit“ bezeichnet. Wenn sich eine Aktie halbiert, redet der Börsianer gern vom „Natur-Split“, was wie Naturgesetz klingen soll. Wurde das Wertpapier von Daimler oder Nokia schlicht zu teuer gekauft, ist im Kurs eben schon „ein Stück Zukunft eingespeist“. Ach wie praktisch.

Bis heute vertrauen fast alle diesen Profis, auch wenn es merkwürdig ist, dass die Kurse schneller stiegen als alles andere, zum Beispiel das Bruttosozialprodukt. Natürlich wundern sich viele, dass kleine Firmen so viel wert sind wie riesige Kolosse mit hunderttausenden von Mitarbeitern und stattlichen Gewinnen.

Aber: Befeuert von den Börsenhelden, kaufen Anleger weiter jene Firmen, deren Namen sie kaum aussprechen können und über deren Geschäftsfeld sie nur wissen, dass es „irgendwas mit Internet“ sein soll.

Das wohlige Gefühl, reicher zu werden ohne Arbeit, entschädigt offenbar für manches Grummeln. Seit Jahren braucht der Anleger nur zuzuschauen, wie die Börse morgens mit einem Klingeln eröffnet, und

schon am Nachmittag kann er die neuesten Gewinne ihrer eBay, Qualcomm und QXL im Depot klimpern hören.

Besonders die Hightech-Werte erwiesen sich seit dem Börsengang als wachstumswillig, AOL plus 53 377 Prozent, Yahoo plus 6299 Prozent, eBay plus 929 Prozent. Eigentlich Wahnsinn. Aber für die Gewinner eben doch wahnsinnig schön.

So wurden Kleinaktionäre zu Spekulanten. Gut 30 Billionen Dollar sind derzeit an den Weltaktienmärkten investiert, jeder dritte Schwede, jeder vierte Amerikaner, jeder zehnte Franzose, jeder zwölfte Deutsche besitzt Aktien.

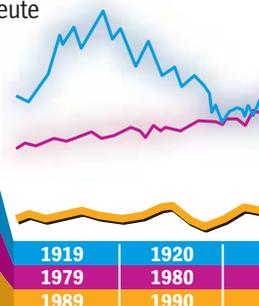
## Wie lange noch?

Spekulationsblasen gestern und der High-Tech-Boom heute

**Dow-Jones-Index**  
Amerikanischer Aktienindex  
1919 bis 1934

**Nikkei 225**  
Japanischer Aktienindex  
1979 bis 1994

**S&P 500 Technologie**  
US-Technologieaktienindex  
seit 1989





Nur die Unruhe will nicht mehr weichen. Mit jedem Rekordstand, jedem Champagnerkorken, den die Frankfurter Börsianer bei solchen Anlässen übers Parkett sausen lassen, grummelt es ein bisschen mehr. Dass der US-Notenbankpräsident Alan Greenspan früh schon vor „irrationalen Übertreibungen“ warnte, hat die Partygemeinde nicht gesprengt, aber doch irritiert.

Manche wissen es, viele ahnen es zumindest, dass Aktienbewertung und Realität bei hunderten von Firmen nicht mehr in Sichtkontakt stehen. Die Börsianer haben den Anlegern die Zukunft verkauft – und wohl auch schon die Zeit danach.

Fragen drängen sich auf, die deshalb so düster sind, weil der begründete Verdacht besteht, dass es auf sie keine beruhigende Antwort gibt. Wieso beispielsweise brauchten die 30 deutschen Topwerte rund 30 Jahre – darunter jene Zeit, die wir „Wirtschaftswunder“ nennen –, bis der Aktienindex Dax auf einen Punktestand von 1000 gelangte, um dann fast in einem Rutsch auf 7000 Punkte hochzuschießen? Warum eigentlich sind die Börsenkurse weltweit seit

1980 inflationsbereinigt um 1032 Prozent gestiegen, wo doch die Wirtschaftsleistung nur um 80 Prozent zulegte, was ja auch schon ganz ordentlich ist?

Vor allem die Hightech-Papiere, also Computer, Handy, Internet, sind derart davongezischt, dass man, je nach Naturell, staunen oder erschrecken kann: Warum ist die Hälfte von Microsoft mehr wert als alle

Stahlkonzerne der Welt? Wieso schaffen die 548 Mitarbeiter der Verlustfirma Brokat denselben Börsenwert wie der Sportwagenhersteller Porsche, der das 80fache umsetzt und auch noch Gewinne abliefern?

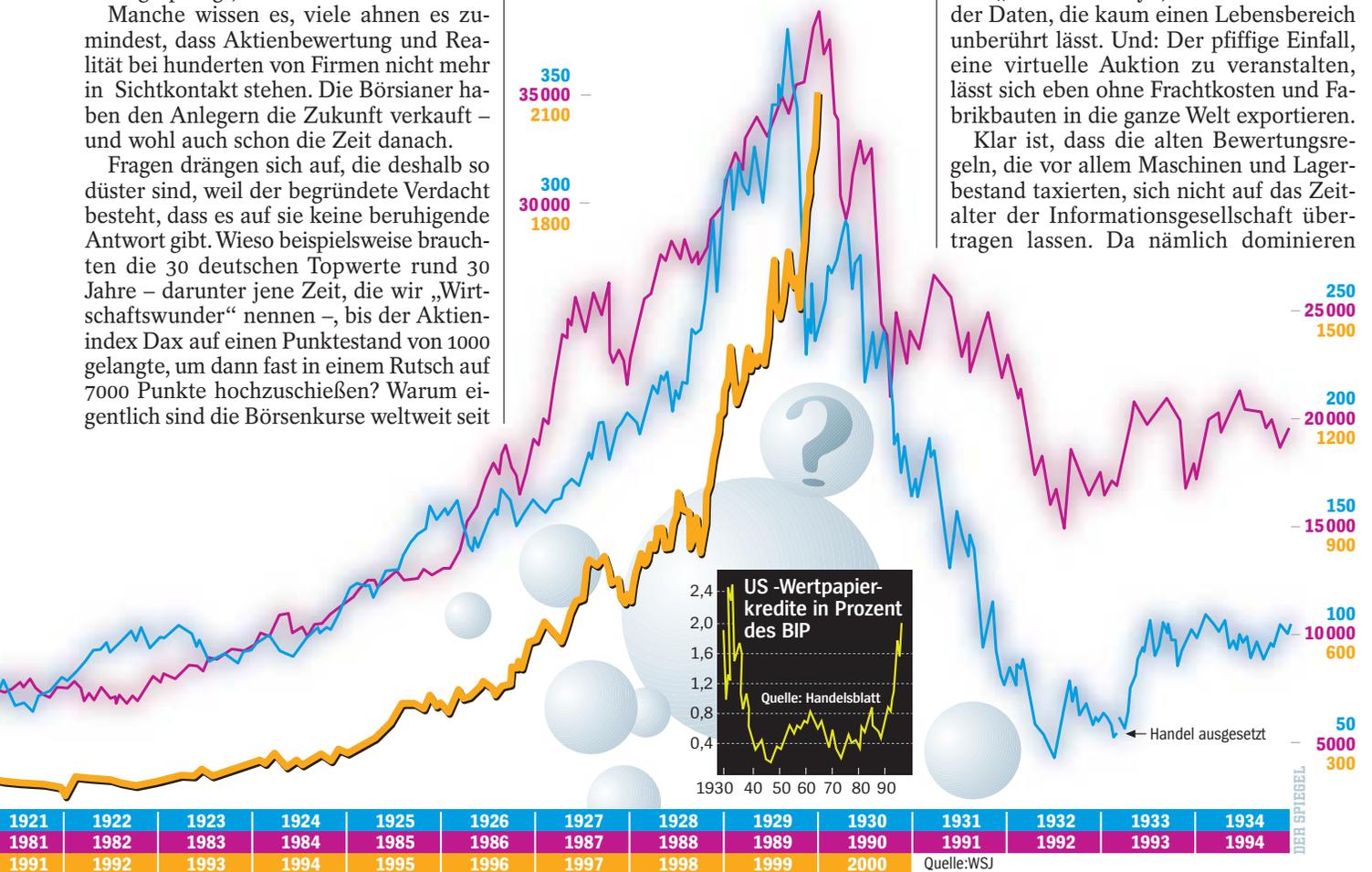
Wenn der Zweifel erst marschiert, akzeptiert er keine Stopplinie, jede Frage führt schnurgerade zum nächsten Fragezeichen. Werden die Internet-Firmen jemals rentabel arbeiten können? Oder ist der elektronische Highway, ähnlich wie Bahnschiene und Straße, eine Notwendigkeit für die Gesellschaft, die zu kommerzialisieren nie richtig gelingen wird?

Beispiel Amazon: Das Unternehmen aus Seattle ist zu Recht eine Vorzeigefirma der Internet-Revolution. Aber was fasziniert eigentlich mehr: der hemdsärmelige Gründer, seine Idee eines Online-Kaufhauses oder der tollkühne Wagemut, alles zu riskieren – auch das Geld der Anleger?

Denn ein bisschen merkwürdig ist das Geschäftsmodell schon: Jede Ausweitung der Verkaufsaktivitäten (plus 3774 Prozent seit 1996) geht mit einer ebenfalls beeindruckenden Ausweitung der Verluste (plus 1894 Prozent) einher. Und trotzdem wird die Firma, die zu jedem Buch rund sechs Mark dazuschießt, was gemeinhin als Erkennungszeichen für einen Sanierungsfall gilt, von den Analysten der Banken zum Kauf empfohlen. Warum eigentlich?

Richtig ist ja: Das Internet begründet eine „New Economy“, eine vernetzte Welt der Daten, die kaum einen Lebensbereich unberührt lässt. Und: Der pffiffige Einfall, eine virtuelle Auktion zu veranstalten, lässt sich eben ohne Frachtkosten und Fabrikbauten in die ganze Welt exportieren.

Klar ist, dass die alten Bewertungsregeln, die vor allem Maschinen und Lagerbestand taxierten, sich nicht auf das Zeitalter der Informationsgesellschaft übertragen lassen. Da nämlich dominieren



Service, Marketing und Erfindergeist, weshalb die Euphorie der Pioniere sich in den Aktienkursen durchaus wiederfinden darf.

Aber wo endet die durch privates Geld finanzierte Wirtschaftsförderung? Und wo beginnt der Wahnsinn?

Was zum Beispiel hat der Mischkonzern General Electric, der im Wesentlichen Kühlschränke, Glühbirnen und Turbinen produziert, eigentlich mit dem Internet zu tun? Außer vielleicht der Tatsache, dass die Transparenz des World Wide Web dem Koloss die Gewinnspanne kürzt.

Aber längst schleicht sich, und das verstärkt das Grummeln ungemein, auch bei den Traditionsfirmen jenes „neue Denken“ ein, das die alten Bewertungsregeln suspendiert. Die Aktie von General Electric, die noch 1980 mit dem Achtfachen ihres Jahresgewinns an der Börse als solide bewertet galt, wird mit dem 26fachen noch immer als „Kaufkurs“ gepriesen.

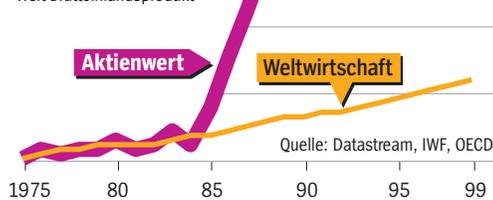
Keine Panik, erwidern die Börsianer, die Gewinne der Firmen explodieren doch. Selbst Yahoo und AOL seien profitabel, und schaut euch die Profite der Banken und Telefonfirmen an.

Nur allzu genau darf man nicht hinschauen, sonst wird einem schwindelig. Denn die Gewinnzahlen sind keine verlässliche Größe mehr. Fast alle Firmen halten Beteiligungen

### Völlig losgelöst

Wachstum der Weltwirtschaft\* und des Aktienwerts aller Unternehmen weltweit seit 1975 in Prozent

alle Angaben inflationsbereinigt  
\*Welt-Bruttoinlandsprodukt



an anderen Firmen, und da sie deren Aktien von Zeit zu Zeit verkaufen, steigt mit enormen Wachstumsraten das so genannte Finanzergebnis, das in den Gewinnzahlen versteckt ist.

Was sich da im Inneren der Zahlenwerke abspielt, lässt selbst Bilanzexperten frösteln: Bei Microsoft etwa resultiert der Gewinnanstieg im letzten Quartal zu 30 Prozent aus dem firmeneigenen Investitionsgeschäft, bei Intel explodierte kürzlich der Kurs, weil die Entwicklung des sechs Milliarden Dollar schweren Aktienportfolios die Analysten begeistert hatte.

Die Gewinnsteigerung der Chase Manhattan Bank im vierten Quartal resultierte zu 44 Prozent aus Aktiengeschäften, und ähnlich sieht es auch bei den anderen Geldhäusern aus. So drängt sich die Phantasie

der Börse allmählich in die Bilanzen, mit deren Vorlage neue Anleger vom „inneren Wert“ der Aktie überzeugt werden.

Dass sich da auf dem steilen Weg nach oben eine Blase gebildet hat, ist mittlerweile deutlich zu sehen. Nur ihre Größe kann man leider nicht erkennen. Das Komplizierte ist ja, dass die Kernfrage – wie viel ist eine Firma eigentlich wert? – sich nicht sicher beantworten lässt.

Zwei Denkschulen konkurrieren miteinander, wobei die Demarkationslinie in diesen Tagen mitten durch die Bankhäuser verläuft. Die „Theorie der begründeten Annahmen“, die mit mathematischen Formeln arbeitet und sich auf die Berechnung der künftigen Gewinne konzentriert, wird von jenen geschätzt, die sich vornehm Bankiers nennen.

Ihr erfolgreichster Anwender ist Warren Buffett, jener Geldzauberer, der in 35 Jahren den Einsatz von 1000 Mark in 3,8 Millionen Mark verwandelte. Buffett lehnt das Investment in Internet-Aktien seit je ab – er verpasste damit den Boom der vergangenen Jahre.

Die anderen, die auf ihren Visitenkarten den Titel „Investment-Banker“ tragen und mit den Buchhaltertypen in ihren Häusern nicht verwechselt werden wollen, geben heute den Ton an. Sie berufen sich auf die „Theorie der Luftschlöser“, die eine psychologische Sicht der Dinge bevorzugt.

Ihr wortgewaltigster Verfechter (und erfolgreicher Praktiker) war der Ökonom John Maynard Keynes. Der verglich den Aktienmarkt mit dem Schönheitswettbewerb einer Zeitung, bei dem der Leser gewinnt, der das Ergebnis der gesamten Leserbefragung voraussagt.

Niemand würde bei diesem Spiel sein eigenes Frauenideal bevorzugen; alle halten Ausschau nach jener Schönheit, von der sie glauben, dass die anderen glauben, sie würde der Mehrheit gefallen. Genau nach diesen Regeln funktioniert auch die Kursbildung am Aktienmarkt, sagte Keynes.

Die heutigen Investment-Banker sehen das genauso. Für Ed Yardeni, Chefökonom der Deutschen Bank in New York, ist die neue Internet-Welt eine „großartige Quelle für den weltweiten Wohlstand der nächsten zehn Jahre“.

An der Börse werden schließlich Hoffnungen gehandelt, sagen seine Berufskollegen. Halb spöttisch fügen sie hinzu: Hoffnungen lassen sich beliebig vermehren.

Über frühere Boomphasen reden Börsianer nicht gern; dabei wird erst im Rückspiegel erkennbar, dass große technologische Veränderungen und die Gier, davon groß profitieren zu wollen, kein Gespann der Jetzt-Zeit sind. Auch im Japan der acht-



Börse in Chicago: Auch Kleininvestoren drängen

ziger Jahre dominierte der Glaube an eine immerwährende Expansion.

Autos, Computer, CD-Player – die Zukunft schien japanisch oder gar nicht. Ideenreich agierten die Asiaten auf nahezu allen Gebieten – auch bei der Geldbeschaffung.

Ein Schlitzohr in der Regierung hatte nämlich entdeckt, dass Grundstücke, Fabriken und Verwaltungsgebäude in den Bilanzen der Konzerne nur sehr niedrig bewertet waren. Man brauchte diese Grundstücke ja zum Produzieren und Verwalten, sie waren damit unverkäuflich.

Das galt plötzlich als altes Denken. Die Grundstücke seien doch zumindest als Sicherheit bei der Kreditvergabe hilfreich, hieß es nun. Die Bilanzierungspraxis wurde geändert, und plötzlich verfügten die Firmen über wertvolle Grundstücke.

Dem Boom in den Büchern folgte ein ganz realer Boom der Immobilienmärkte,

### Riskanter Vorschuss

Das Internet-Portal Yahoo wird an der Börse höher gehandelt...

Umsatz 1999	1,1 Mrd. Mark
Gewinn 1999	0,1 Mrd. Mark
Mitarbeiter	1200
Aktienwert*	176 Mrd. Mark

**YAHOO!**



tollkühn an den Roulettetisch

TONY STONE

University, ein damals bekannter Anhänger der „Theorie der begründeten Annahmen“, machte den Anlegern Mut: Die Aktien hätten ein „immerwährendes hohes Plateau“ erreicht.

Am 24. Oktober 1929 war die Party vorbei, so unvermittelt, wie sie begonnen hatte. Die Kurse schossen lawinenartig nach unten. Die Banken hatten ihre Kreditnehmer regelrecht zum Verkauf der Aktien gezwungen, was die Geschwindigkeit des Absturzes enorm beschleunigte.

Das Land versank zu Beginn der dreißiger Jahre in der Großen Depression – Bankenpleiten, Massenarbeitslosigkeit, antikapitalistische Grundstimmung. Die Deutschen fingen an, einem Schreihaars namens Adolf Hitler zuzujubeln.

Vergleichen heißt nicht gleichsetzen. Aber auch der heutige Boom geht mit einer vermeintlich pfiffigen Idee einher, die wenig mit Technik und viel mit Geldbeschaffung zu tun hat.

Denn die „New Economy“ ist untrennbar mit einem grundlegenden Wandel der Firmenfinanzierung verbunden. Deutsche-Bank-Chef Rolf Breuer spricht von einem „neuen Business-Case“ für die Banken.

Früher konnte ein Unternehmer seine Expansion im Wesentlichen nur mit Krediten betreiben. Experten sprachen von

der Fremdkapitalwirtschaft, weil das Geld von den Banken kam.

Die moderne Wirtschaft ist auf dem Weg zur Eigenkapitalwirtschaft, weil das Expansionsgeld nun fast ausschließlich von den Anlegern stammt. An die Stelle der ängstlichen Banken ist der wagemutige Kleininvestor getreten, der, mit Auto und Fernseher reichlich versorgt, nun tollkühn an den großen Roulettetisch drängt.

Längst ist auch der Aktienkauf auf Kredit wieder in Mode. In den vergangenen zwei Monaten stiegen die Kreditsummen in den Vereinigten Staaten stärker als der Aktienmarkt. Das Leihgeld erreichte im Januar eine Größenordnung von zwei Prozent des Bruttoinlandsprodukts, Anfang der dreißiger Jahre waren es 2,4 Prozent.

Die Börsianer spüren einen starken „Liquiditätsdruck“, der sie zum Investieren zwingt. Manche sagen auch, der Boom sei weitgehend „liquiditätsgetrieben“.

Das ist vornehm ausgedrückt und beschreibt einen Sachverhalt, der normalerweise Inflation genannt wird. In diesem Fall ist es eine Inflation der Vermögenswerte.

Um ein Abflachen der Wachstumskurve, ein so genanntes Soft Landing, bemüht sich Notenbankchef Alan Greenspan seit längerem schon. Mit Zinserhöhungen will er das Geld teurer machen, die Liquiditätszufuhr drosseln, die Kauflust bremsen.

Wenn das nicht bald gelingt, wird die Spekulationsblase von allein platzen – in zwei Wochen, zwei Monaten oder in zwei Jahren. Scheinbar unbegrenzte Hoffnungen können sich über Nacht in schlimmste Befürchtungen verwandeln, erst recht im aufgeheizten Klima einer Superbörse.

Eine Vollbremsung will der Notenbankchef dennoch nicht riskieren. Denn er steht dem Treiben ja zwiespältig gegenüber. Seine Sympathie gehört den Internet-Pionieren im Silicon Valley, die er mit ausreichend Geld gefördert sehen will: „Diese Entwicklung fußt auf einem Fundament.“

Nur die Lust an der Übertreibung ist ihm unheimlich: „Es geht etwas vor sich, das faszinierend zu beobachten ist“, sagte er kürzlich. „Ich nenne es mangels besserer Alternative das Lotteriede-Prinzip.“

Und wie nun soll der Kleinanleger reagieren? Am besten gar nicht. Sagen zumindest die Profis vom Aktienmarkt.

Denn bei steigenden Kursen sei es doch wirklich schade, sich zu verabschieden. Let the profits run, lass die Gewinne laufen, so lautet die erste Börsenregel.

Auch wenn die Kurse fallen, soll der Anleger ruhig abwarten, sagen sie. Never catch a falling knife, lautet die zur Sicherheit aufgestellte zweite Regel: Greife nicht in ein fallendes Messer.

Aber die Börsianer sind anders. Sie wollen uns schließlich ihre Lose verkaufen. ♦

der auch den Aktienmarkt erfasste. Plötzlich war das Gelände um den Kaiserpalast mehr wert als der US-Bundesstaat Kalifornien. Das Inselreich, das nur 0,3 Prozent an der Weltfläche besitzt, sollte 60 Prozent des Weltbodenpreises ausmachen. Die Telefonfirma NTT war so wertvoll wie Daimler-Benz, Siemens, Allianz, Deutsche Bank, Krupp, Thyssen, BMW, Bayer, Hoechst und BASF zusammen.

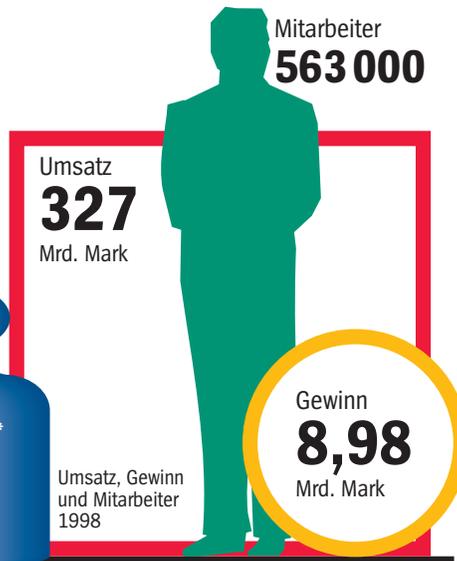
Die Blase platzte Ende 1989 ohne Vorwarnung, die Preise purzelten und haben bis heute das alte Niveau nicht erreicht.

Auch der Großen Depression der dreißiger Jahre ging eine märchenhafte Boomperiode voraus. Vor allem die Amerikaner glaubten in den „goldenen Zwanzigern“ an ein ewiges Wirtschaftswunder: unser Öl, unsere Autoindustrie, unser Optimismus.

Und unsere Kredite. Denn berauscht von den anfangs noch moderaten Kurssteigerungen der Konzernaktien, begannen zu Beginn der zwanziger Jahre immer mehr Amerikaner auf Pump zu spekulieren. Die Aktienkredite verzehnfachten sich vor dem Crash, immer neue Liquidität schoss in die Märkte.

Ausgerechnet Professor Irving Fisher von der Yale

... als Volkswagen, Veba, BASF, Metro und Lufthansa zusammen



**VEBA BASF METRO**



DER SPIEGEL

\*Stand 27.1.2000