



## **Steuern wir auf eine Technologieblase zu?**

**Die Frage, die sich zur Zeit stellt, ist, beobachten wir Aktienkurse in den Technologiesektoren ähnlich wie in der Dotcom-Zeit?**

In dem Jahrzehnt von Oktober 1990 bis März 2000 stieg der Nasdaq Composite Index mit seinem Schwerpunkt auf Technologieunternehmen um 1.444 Prozent - oder etwa 34 Prozent jährlich - gemessen in USD. Der letzte Teil dieses Anstiegs war besonders stark. Im Jahr 1998 wuchs der Index um 40 Prozent und 1999 sogar um 86 Prozent. Das Millenniumjahr begann ebenfalls wachstumsstark, mit einem Anstieg von 24 Prozent, bevor der Index im März desselben Jahres seinen Höchststand erreichte. Bis Oktober 2002 ging er dann allerdings um 78 Prozent zurück. Ein Investor, der am 1. Januar 1998 in den Index investierte, erlebte erstens, dass sich der Wert seiner Investition verdreifachte. Ende 2002 blieb er jedoch mit einer negativen Rendite zurück.

Rückblickend wissen wir, dass dieser Zeitraum von 1998 bis 2002 den Aufstieg und schließlich den Zusammenbruch der Dotcom-Blase bedeutete. Unzählige Unternehmen gingen beim Platzen der Blase in Konkurs, und diese Konkurse konzentrierten sich vor allem auf Unternehmen innerhalb der Internet-Dienstleistungen. Es handelte sich mit anderen Worten um Unternehmen, die ihre Dienstleistungen über eine www-Domain anboten, die auf .com endete, von der sich der Name Dotcom ableitet. Unter den bekanntesten Unternehmen waren Namen wie Pets.com und Webvan.com, aber auch große Kommunikationsunternehmen wie Worldcom (ein Unternehmen, das auch für Bilanzbetrug bekannt ist), NorthPoint Communications und Global Crossing. Gemeinsam ist diesen beiden Gruppen, dass sie unter enormen Betriebsverlusten litten, aber einen übertriebenen Glauben an Wachstum in absehbarer Zukunft verbunden mit aggressiven Investitionen zur Ankurbelung ihrer Wachstumsambitionen hatten.

Auf dem Höhepunkt dieser Euphorie wurde der Nasdaq-Composite-Index mit mehr als dem 200-fachen der erwarteten Gewinne gehandelt.

### **Unterschiede zwischen der Dotcom-Blase und dem Wachstum der letzten zehn Jahre**

Wir befinden uns im elften Jahr des Wachstums der globalen Aktienmärkte seit der Finanzkrise. Der Anstieg wurde vom Technologiesektor angeführt. Viele Anleger fragen sich genau aus diesem Grund, ob wir heute eine neue Dotcom-Blase erleben. Wir sind der Ansicht, dass, obwohl Technologieaktien seit vielen Jahren eine starke Performance aufweisen, es nur wenige Parallelen zwischen dem aktuellen Marktumfeld und dem Umfeld der Dotcom-Blase gibt.

Betrachten wir die Entwicklung des Nasdaq Composite seit dem Tiefpunkt im März 2009, so ist der Index jährlich um etwas mehr als 20 Prozent gewachsen, verglichen mit dem jährlichen Anstieg von 34 Prozent bis zum Höhepunkt der Dotcom-Periode. Mit anderen Worten, der Wertzuwachs war nicht ähnlich stark. Noch wichtiger ist, dass die Indexleistung durch ein stetiges profitables Einkommenswachstum für den Sektor unterstützt wird. Die Unternehmen sind in diesem Zeitraum auch immens gut kapitalisiert, und der Technologiesektor verfügt beispielsweise über ein Netto-Barguthaben, während die meisten anderen Sektoren eine Nettoverschuldung aufweisen. Darüber hinaus weisen die Unternehmen sehr solide und beständige Cashflows auf. Die fünf größten Unternehmen im S&P500-Index, Amazon, Alphabet (Google), Apple, Facebook und Microsoft, machen 22 Prozent des Index aus, generieren aber auch 22 Prozent des Cashflows.



Folglich erkennen wir diese nicht als Blasentendenzen an, die mit denen der Dotcom-Periode vergleichbar wären.

### **Aktienbasierte Vergütung ist auch ein Kostenfaktor**

Wir sind der Meinung, dass der Tech-Sektor stärkere Wachstumsaussichten hat als der Weltaktienindex, weil sich die Unternehmen des Sektors in traditionelle Branchen hineinbewegen. Tech-Unternehmen haben nach dem Ausbruch von Covid-19 stark zur Aufrechterhaltung der Weltwirtschaft beigetragen, und die Wachstumsaussichten vieler Unternehmen haben sich in der Folge gestärkt.

Obwohl die Marktleistung stark war und die Unternehmensbewertungen gestiegen sind, sehen wir also keine sichtbaren Anzeichen, die auf das Entstehen einer neuen Blase innerhalb des Tech-Sektors hindeuten.

Wir sehen jedoch Marktsegmente, in denen es Anzeichen für euphorische Zustände gibt. Eines dieser Segmente ist Software & Services. Der Subsektor wird mit dem 35-fachen seines Gewinns bewertet, und zwar vor der Einbeziehung von Aktienoptionsprogrammen für das Management, die viele Investoren tendenziell aus ihren Gewinnschätzungen herausnehmen. Dies liegt daran, dass sie Optionen als eine vorübergehende Vergütung in einer Wachstumsphase betrachten. Wir teilen diese Vision nicht. Wenn man auf die letzten zehn Jahre zurückblickt, sind die Optionskosten als Teil des Umsatzes nicht reduziert worden, und wenn man diesen Teil der Vergütung streichen würde, kann man davon ausgehen, dass die anvisierten Mitarbeiter dies als Lohnkürzung betrachten und den Arbeitgeber wechseln würden. Wenn man die Optionskosten in die Gewinnschätzung einbezieht, wechseln viele Unternehmen von teuer zu stark überbewertet.

### **Der Telekommunikationssektor bietet neue Chancen**

Der Telekommunikationssektor stand in den letzten zehn Jahren im Schatten des breiteren Technologiemarktes und hat den Investoren kaum Erträge gebracht. Wir glauben, dass sich dies bald ändern wird. Das Problem des Telekommunikationsmarktes ist die strenge Regulierung, die in den meisten westlichen Märkten vier Unternehmen zum Aufbau von Netzwerken und zum Wettbewerb um Kunden gezwungen hat. In einer Marktstruktur wie dieser wird der Preiswettbewerb zu irrational und die Netze werden zu schlecht ausgelastet, was zu einer niedrigen Kapitalrendite führt. Diese Situation wird sich durch das Mobilfunknetz der nächsten Generation, 5G, bald ändern. In den USA haben die Regulierungsbehörden einer Fusion zwischen den Unternehmen Nummer 3 und 4 auf dem Markt, T-Mobile und Sprint, zugestimmt, so dass man einen Markt mit drei Akteuren erhält. Der Grund für die Genehmigung einer solchen Fusion war die Erhöhung der Kapitalrendite in diesem Teilsektor, was wiederum die Unternehmen zu Investitionen in verbesserte Netze und 5G anregen wird. Wir denken, dass ähnliche Fusionen in Europa stattfinden werden, insbesondere nachdem das Covid-19-Virus den Regulierungsbehörden die Augen für die Schwächen der bestehenden Netzwerke geöffnet hat. Jede Verbesserung der heutigen Marktstruktur wird sich positiv auf die Aktien in einem Sektor auswirken, der trotz gesunder Finanzkennzahlen nur mit dem 13-fachen der erwarteten künftigen Gewinne gehandelt wird.



## Über DNB

DNB Asset Management S.A. ist ein führender nordischer Vermögensverwalter, der Produkte innerhalb der nordischen Anlageklassen und in ausgewählten Themenbereichen anbietet. Er gehört zu 100% der an der Osloer Börse notierten DNB ASA Group, die zu den erfolgreichsten Finanzdienstleistern Skandinaviens zählt.

Bei Fragen und Wünschen wenden Sie sich bitte an:

Birte Freese, TE Communications AG, Tel. +49 69 20 735 727, [bfr@te-communications.ch](mailto:bfr@te-communications.ch)

Anne Fauchet, DNB Asset Management S.A., Tel. +352 45 49 45 504, [anne.fauchet@dnb.no](mailto:anne.fauchet@dnb.no)

## **DNB Asset Management S.A.**

13, rue Goethe

L-1637 Luxemburg

[www.dnbam.com/de](http://www.dnbam.com/de)

**Disclaimer:** Die Informationen in diesem Dokument sind unverbindlich. Aussagen dieses Dokumentes sollten nicht als ein Angebot, eine Empfehlung oder eine Aufforderung verstanden werden, in UCITS Fonds, Hedgefonds, Wertpapiere oder andere von DNB Asset Management oder einer anderen Firma innerhalb der DNB Gruppe oder einem anderen Finanzinstitut angebotene Produkte zu investieren oder diese zu verkaufen.

Alle Informationen geben die aktuelle Einschätzung von DNB Asset Management wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. DNB Asset Management übernimmt keine Garantie für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen. Diese Informationen berücksichtigen weder die individuellen Anlageziele noch die persönliche finanzielle Situation oder bestimmte Anforderungen eines Investors. DNB Asset Management übernimmt keine Verantwortung für Verluste bei Investitionen, die auf Grundlage dieser Informationen getätigt worden sind. Unsere allgemeinen Geschäftsbedingungen finden Sie auf unserer Website [www.dnbam.com/de](http://www.dnbam.com/de)