
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Disruption: Können Aktienportfolios vom technologischen Wandel profitieren?

Einmal im Jahr kürt die Gesellschaft für deutsche Sprache einen Begriff zum Wort des Jahres, der das politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Leben des Jahres sprachlich in besonderer Weise bestimmt hat. Wenn Investoren und Manager ein „Wirtschaftswort“ des Jahres benennen könnten, wäre in den letzten Jahren der Begriff „Disruption“ ein ganz heißer Kandidat gewesen. So ziemlich jedes Unternehmen versucht inzwischen, auf die eine oder andere Seite „disruptiv“ zu sein, ohne vielleicht immer genau zu wissen, was damit überhaupt gemeint ist. Erstmals aufgetaucht ist der Begriff in den 90er Jahren. Damals schrieb der Harvard-Professor Clayton Christensen ein Buch mit dem Titel „The Innovator’s Dilemma“ und beschäftigte sich mit disruptiver Technologie. Die darin formulierte These, wonach selbst etablierte und sehr gut geführte Unternehmen trotzdem scheitern können, wenn sie von disruptiven Technologien angegriffen werden, war dabei nicht sonderlich neu. Der leider oftmals unterschätzte und zu selten zitierte Ökonom Josef Schumpeter hatte schon lange davor den Prozess der „Schöpferischen Zerstörung“ beschrieben, der eigentlich eine schöpferische Disruption ist und zum Ausdruck bringt, dass es im ewigen Kampf zwischen Imitation und Innovation im Wirtschaftsleben zu Wohlfahrtsgewinnen für alle kommt, wenn der Wettbewerb nur hinreichend intensiv ist. Aber wann lässt sich tatsächlich von einer Disruption sprechen, die über den normalen technologischen Fortschritt hinausgeht? Vielleicht hat es Jeff Bezos, der Chef von Amazon, ganz gut auf den Punkt gebracht, als er sagte: „Alles, was Kunden lieber mögen als das, was sie vorher gekannt haben, ist disruptiv“.

In diesem Sinn ist Amazon ein disruptives Unternehmen, und auch Tesla oder Apple fallen in diese Kategorie. Aus deutscher Sicht war SAP in den 80er Jahren sicher ein disruptives Unternehmen, während Unternehmen mit disruptiven Eigenschaften heute eher im deutschen Mittelstand und weniger bei Großkonzernen zu finden sind. Spätestens hier stellt sich die Frage, ob ein Fokus auf disruptive Unternehmen nicht auch aus Sicht der Kapitalmärkte von Interesse sein könnte. Müsste es nicht gelingen, den Aktienmarkt und damit die Benchmark zu schlagen, indem man sich in der Portfoliozusammensetzung auf disruptive Unternehmen konzentriert? Was auf den ersten Blick verlockend klingt, ist alles andere als trivial. Heute wissen wir, dass Apple, Tesla und Co. disruptive Eigenschaften aufweisen bzw. aufgewiesen haben. Allerdings ist genau das ja auch schon im Kurs der Aktie eingepreist.

Doch hätte man sich Anfang 2007 nach der Vorstellung des ersten iPhones durch Steve Jobs sicher sein können, dass Apple mit seinem Smartphone zu einem gewissen Grad die Welt verändern würde? Und war es tatsächlich schon 2010 klar, dass Tesla mit seinen Autos Schockwellen durch die Automobilindustrie senden würde? Was rückblickend so selbstverständlich aussieht, war es zum damaligen Zeitpunkt in keiner Weise. Diese Einsicht mahnt zu Demut, wenn es darum geht, unternehmerische Disruptionen als

solche frühzeitig zu erkennen. Zudem ist niemals klar, welche Disruption bei welchen Unternehmen in welcher Branche zu welchen Effekten führt. Nicht immer profitiert das Unternehmen von einer Disruption, für die es selbst verantwortlich ist. Ein gutes Beispiel dafür ist Kodak. Der Fotografie-Gigant, der einst die Digitalkamera im Jahr 1974 erfand und 1978 patentieren ließ, konnte davon nicht profitieren und ging 2012 in die Insolvenz. Dabei nutzt auch heute noch jedes Smartphone Kamerasensoren, die auf Kodak-Patenten basieren.

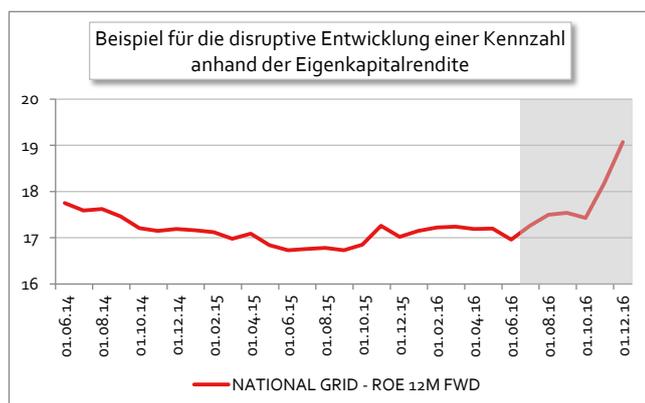
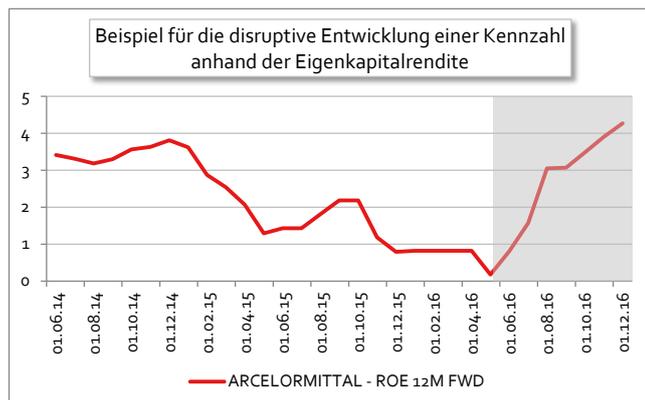
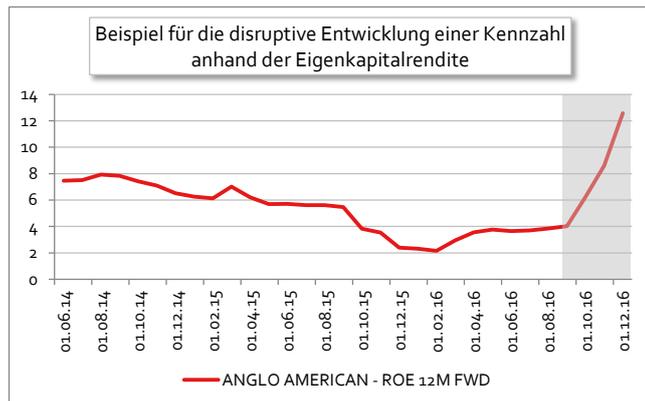
Diese Geschichte sollte als Warnhinweis an alle verstanden werden, die glauben, man könne Disruptionen und ihre unternehmerischen Konsequenzen immer richtig einschätzen. In diesem Zusammenhang zitieren wir gerne einen bei vielen zu Unrecht in Vergessenheit geratenen Ökonomen, den Nobelpreisträger August v. Hayek. Hayek warnte immer davor, dass Menschen sich dabei überschätzen, wenn sie wirtschaftlich planen oder eine wirtschaftliche Situation beurteilen müssen. Mehr Vertrauen hatte Hayek dagegen in den Markt: Für Hayek ist der Markt ein dezentrales Entdeckungsverfahren, welches aufgrund seiner kollektiven Informationsverarbeitung besser in der Lage ist, Sachverhalte einzuordnen. An dieser Stelle könnte man als Investor den Kopf in den Sand stecken und darauf verzichten, Unternehmen mit Disruptionspotenzial zu identifizieren und beginnen, in passive Vehikel wie ETFs zu investieren.

Allerdings wollen wir uns an dieser Stelle nicht zu leicht geschlagen geben. Wenn tatsächlich der Markt mit seiner dezentralen Informationsverarbeitung so effizient ist, gäbe es dann nicht im Rahmen des Portfoliomanagements die Möglichkeit, auf dezentrales Wissen zurückzugreifen und dies sinnvoll zu nutzen? Beispielsweise ließen sich die Schätzungen von tausenden von Analysten für diverse Unternehmenskennzahlen für börsennotierte Unternehmen auswerten. Damit lassen sich bei „klassischer“ Vorgehensweise in der Auswertung von Kennzahlen allerdings nicht unbedingt Unternehmen mit disruptivem Potenzial identifizieren. Diese Art der Auswertung läuft eher darauf hinaus, Unternehmen mit einer attraktiven Bewertung oder hoher Bilanzqualität zu identifizieren. Doch stecken nicht noch viel mehr Informationen in den Schätzungen tausender Analysten, die ganze Datenbanken füllen?

In einem Forschungsprojekt mit der TH Deggendorf sind wir der Frage nachgegangen, ob nicht eine andere Form der Auswertung von Daten Aufschluss darüber geben kann, ob sich in Unternehmen Disruptionen anbahnen.¹ Unter normalen Umständen werden Schätzungen von Kennzahlen immer dahingehend ausgewertet, dass die Niveaus von Kennzahlen verschiedener Unternehmen miteinander verglichen werden. Eine Analyse von Daten im Zeitverlauf und damit eine dynamische Sichtweise findet kaum statt. Wenn man aber nach Disruptionen Ausschau hält – so unsere Überlegung – muss man auch nach Disruptionen in

¹ Wir danken an dieser Stelle Prof. Dr. Allinger für seine Unterstützung in diesem Forschungsprojekt. Die im Folgenden aufgeführten Überlegungen und Berechnungen sind das Ergebnis unserer intensiven Zusammenarbeit in diesem Themenkomplex.

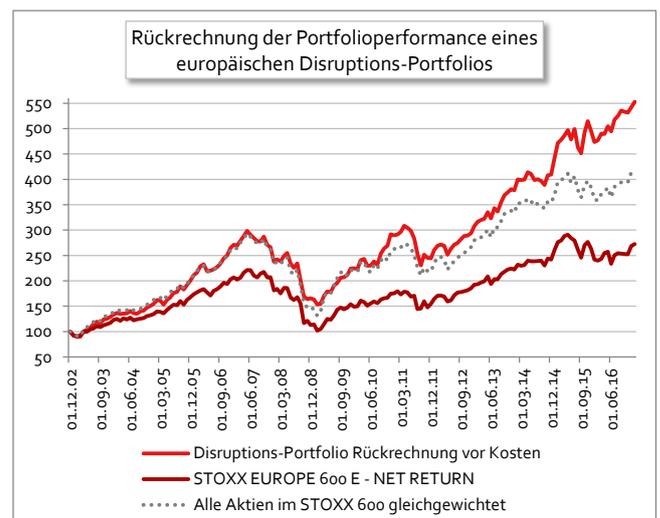
den Daten suchen, und zwar ganz unabhängig davon, auf welchem Niveau sich die jeweiligen Kennzahlen befinden. Disruptionen in Zeitreihen von Kennzahlen zeigen sich als Strukturbruch, so dass wir in unserem Forschungsprojekt nach ökonometrischen Verfahren gesucht haben, mit denen sich Strukturbrüche im Verlauf von Kennzahlen identifizieren lassen. In den folgenden Abbildungen sind zur Veranschaulichung Beispiele von Unternehmen aufgeführt, die Ende letzten Jahres in der Eigenkapitalrendite solche Strukturbrüche erlebten.



Nun wird von Analysten nicht nur die Eigenkapitalrendite geschätzt, sondern eine große Vielzahl diverser Kennzahlen. Wenn man diese große Datenmenge von Schätzungen auf Strukturbrüche und damit auf Disruptionen hin untersucht, müsste es gelingen – so unsere Überlegung – mit einer überdurchschnittlichen Trefferquote die Unternehmen zu identifizieren, die (aus welchen Gründen auch immer) im positiven Sinne von disruptiven Prozessen profitieren. Es geht hier also nicht um die Frage, Unternehmen mit einer günstigen Bewertung, einer hohen Marge oder gerin-

gen Verschuldung zu finden, sondern Unternehmen, die sich in den Augen der Analysten relativ zum eigenen Trend massiv verbessern.

Diese Aufgabe lässt sich dank leistungsfähiger IT-Technik heute vergleichsweise leicht erfüllen; der „Trick“ liegt eher darin, keine Überoptimierung vorzunehmen, die in der Rückrechnung zu unglaublich guten Ergebnissen führt, aber dann in der Realität nicht das liefert, was im Backtest versprochen wurde. Um die Leistungsfähigkeit dieses Ansatzes *grundsätzlich* unter Beweis zu stellen, haben wir daher alle von uns verwendeten Kennzahlen gleichgewichtet und daraus für jedes Unternehmen des Stoxx 600 in seiner historischen Zusammensetzung jeweils zum Ende eines Monats eine Art „Disruptionsscore“ ermittelt. Wenn ein Unternehmen in einem gegebenen Monat zu den 20 besten Aktien bei diesem Score gehörte, wurde es für ein Jahr in das Portfolio gekauft. Im Endergebnis entstand ein Portfolio, welches im Durchschnitt etwa 70 Aktien enthielt. Auf den ersten Blick würde man erwarten, dass bei dieser Vorgehensweise 240 Aktien (12x20) im Portfolio enthalten sein müssten; das ist aber nicht der Fall, da oftmals Aktien viele Monate in Folge zu den Top 20 Aktien gehören und somit ohnehin schon im Portfolio enthalten sind. Wenn Aktien innerhalb ihrer 12-Monats-Halteperiode erneut in die Top 20 gelangten, begann von Neuem die 12-Monats-Halteperiode, so dass die durchschnittliche Haltedauer bei deutlich über einem Jahr liegt. Auf eine aufwendige Portfoliokonstruktion haben wir an dieser Stelle ganz verzichtet, um nicht der Gefahr des Curve-Fittings zu erliegen – statt dessen waren zu jedem Zeitpunkt alle Aktien im Portfolio gleich gewichtet. Interessant ist die deutliche Outperformance vor allem ab dem Jahr 2010, was u.U. als Hinweis darauf gewertet werden kann, dass erst in den letzten Jahren die von uns gesuchten Effekte deutlicher zu Tage getreten sind.



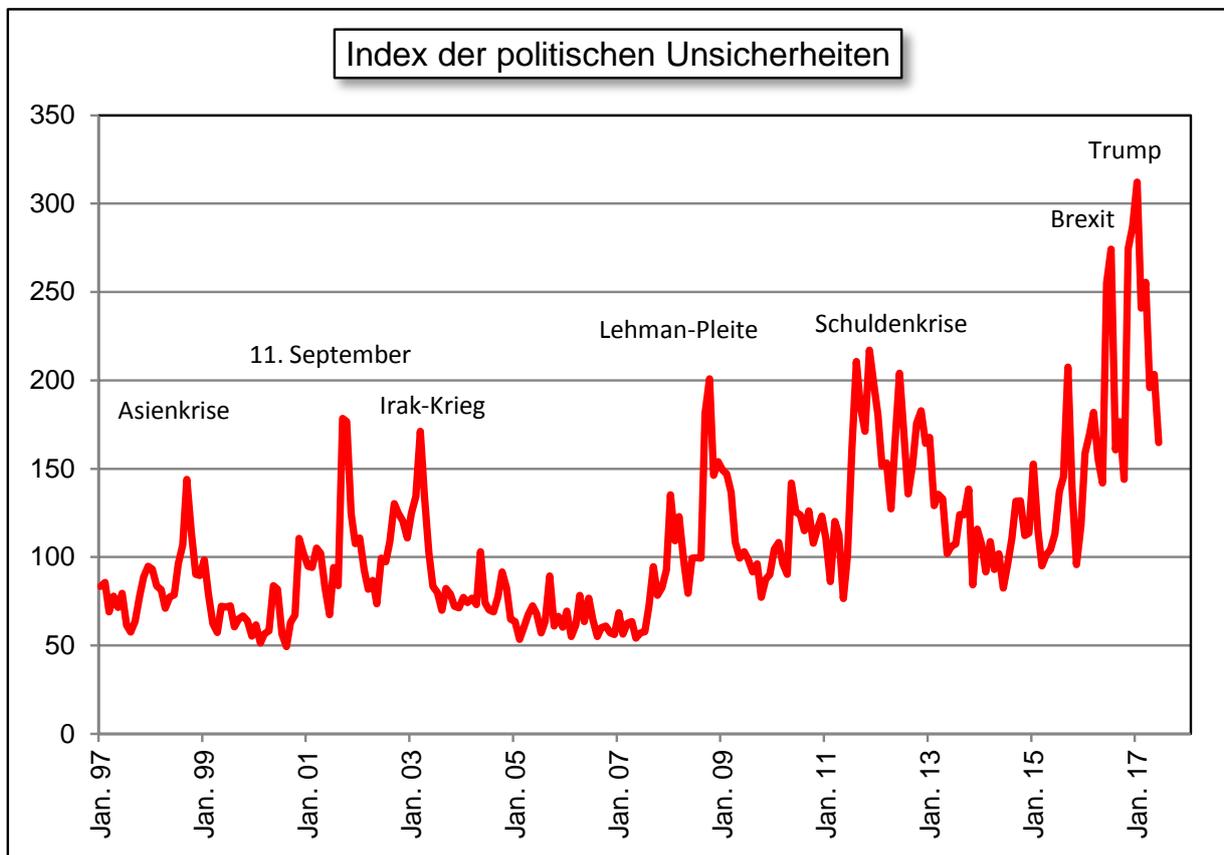
Die Outperformance gegenüber der Benchmark und auch einem gleichgewichteten Portfolio aller Aktien im STOXX 600 fällt insgesamt so signifikant aus, dass wir uns darin bestätigt fühlen, diesen hier skizzierten Ansatz der daten- und computergestützten „Disruptionsidentifizierung“ weiter zu verfolgen. So hält die Digitalisierung auch Einzug in das Asset Management und liefert ein weiteres Beispiel dafür, wie Disruption nach und nach die Welt verändert.

Wochenausblick für die Zeit vom 17. Juli bis 21. Juli 2017

	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	10,4	12,8	19,5	20,6	18,6	18,9	18. Juli
D: ZEW Lageeinschätzung	76,4	77,3	80,1	83,9	88,0	89,0	18. Juli
D: Produzentenpreise, m/m	0,2%	0,0%	0,4%	-0,2%	0,1%		20. Juli
D: Produzentenpreise, y/y	3,1%	3,1%	3,4%	2,8%	2,4%		20. Juli
E-19: Konsumentenpreise, y/y – final	2,0%	1,5%	1,9%	1,4%	1,3%		17. Juli
E-19: Kerninflationsrate, y/y – final	0,9%	0,7%	1,2%	0,9%	1,0%		17. Juli
E-19: Konsumentenvertrauen – flash	-6,4	-5,1	-3,6	-3,3	-1,3	-0,9	20. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Politische Unsicherheiten nehmen ab, aber hilft das dem Markt?



In der Vergangenheit gab es eine Regel an den Kapitalmärkten, auf die man sich vergleichsweise gut verlassen konnte. Dabei geht es um den Zusammenhang zwischen politischen Unsicherheiten und der Entwicklung des Aktienmarktes. Waren politische Unsicherheiten stark ausgeprägt, fielen die Aktienkurse, um sich dann in Zeiten geringer politischer Unsicherheiten wieder zu erholen. Seit Ende der 90er Jahre existiert ein Index der politischen Unsicherheiten, anhand dessen sich dieser Zusammenhang gut aufzeigen lässt. Der Index wird von Economic Policy Uncertainty veröffentlicht und basiert unter anderem auf der Auswertung von Presseartikeln und der Streuung von Analystenschätzungen. In der Vergan-

genheit war ein starker Anstieg des Index ein nahezu untrüglisches Zeichen für eine scharfe Korrektur am Aktienmarkt. Seit einigen Jahren scheint sich dieser Zusammenhang aber mehr oder weniger aufgelöst zu haben. Der Brexit und die Wahl von Trump konnten den Aktienmarkt nicht nachhaltig negativ beeinflussen, obwohl diese Ereignisse mit einer massiven politischen Unsicherheit einhergingen. Daher ist es fraglich, ob der aktuelle Rückgang in der politischen Unsicherheit den Aktienmarkt stützen wird – auf der anderen Seite wird der Rückgang der Unsicherheit vermutlich auch nicht schaden, so dass die guten Fundamentaldaten weiter den Markt dominieren sollten.

	Stand 13.07.2017	Veränderung zum			
		15.06.2017 -1 Woche	19.05.2017 -1 Monat	21.03.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	21522	0,8%	3,4%	4,1%	8,9%
S&P 500	2447	0,6%	2,7%	4,4%	9,3%
Nasdaq	6234	1,1%	2,5%	7,6%	15,8%
DAX	12622	-0,5%	-0,1%	5,5%	9,9%
MDAX	25035	0,1%	0,0%	7,1%	12,8%
TecDAX	2283	1,5%	2,7%	16,0%	26,0%
EuroStoxx 50	3529	0,1%	-1,6%	2,9%	7,3%
Stoxx 50	3166	-0,3%	-2,2%	1,4%	5,2%
SMI (Swiss Market Index)	9016	1,8%	-0,1%	4,7%	9,7%
FTSE 100	7413	-0,1%	-0,8%	0,5%	3,8%
Nikkei 225	20139	1,5%	2,8%	3,5%	5,4%
Brasilien BOVESPA	65059	5,1%	3,9%	3,3%	8,0%
Russland RTS	1025	3,4%	-5,7%	-8,6%	-11,0%
Indien BSE 30	32037	3,1%	5,2%	8,7%	20,3%
China Shanghai Composite	3219	2,8%	4,2%	-1,3%	3,7%
MSCI Welt (in €)	1933	-1,2%	0,0%	-0,8%	2,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1030	0,5%	1,4%	0,3%	10,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,08	-351	-22	152	-307
Bobl-Future	131,53	-120	-14	43	-210
Schatz-Future	111,92	-14	-23	-22	-37
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,30	1	-1	-10	0
3 Monats \$ Libor	1,29	2	10	13	29
Fed Funds Future, Dez 2017	1,24	0	2	-1	0
10-jährige US Treasuries	2,35	19	11	-8	-10
10-jährige Bunds	0,60	32	23	14	49
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	4	4	2	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,01	17	12	7	22
US Treas 10Y Performance	586,26	0,1%	1,0%	2,6%	2,9%
Bund 10Y Performance	614,24	0,2%	1,0%	1,9%	0,2%
REX Performance Index	479,57	-1,0%	-0,7%	-0,4%	-1,2%
IBoxx AA, €	0,75	-2	1	-6	8
IBoxx BBB, €	1,30	-4	-10	-29	-20
ML US High Yield	6,07	9	6	-23	-39
JPM EMBI+, Index	822	-0,6%	0,4%	2,8%	6,5%
Wandelanleihen Exane 25	7190	-0,4%	-0,4%	3,2%	4,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	388,70	-2,4%	-6,0%	-8,0%	-7,6%
MG Base Metal Index	289,34	0,7%	-0,4%	-4,4%	3,4%
Rohöl Brent	47,97	2,1%	-10,5%	-6,3%	-15,4%
Gold	1217,72	-3,0%	-2,9%	-2,1%	5,2%
Silber	16,39	-2,0%	-2,1%	-6,7%	2,1%
Aluminium	1857,75	-0,2%	-4,3%	-2,9%	9,0%
Kupfer	5717,50	1,4%	0,9%	-0,5%	3,5%
Eisenerz	57,00	1,8%	-8,8%	-35,2%	-28,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	859	0,5%	-10,1%	-28,4%	-10,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1399	2,1%	2,0%	5,5%	8,1%
EUR/ GBP	0,8818	0,9%	2,6%	1,8%	3,3%
EUR/ JPY	129,28	5,1%	4,0%	6,3%	4,8%
EUR/ CHF	1,1022	1,4%	0,9%	2,5%	2,6%
USD/ CNY	6,7820	-0,4%	-1,6%	-1,6%	-2,5%
USD/ JPY	111,38	0,4%	0,1%	-0,3%	-4,7%
USD/ GBP	0,7738	-1,3%	0,8%	-3,4%	-4,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.