



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

16. Januar 2020

Disruption, Baby!

Wer in Aktien investieren möchte, muss im Vorfeld einige Grundsatzentscheidungen treffen. Dazu gehört die Frage, ob man überhaupt aktiv investieren sollte, oder ob man beispielsweise über ETFs passiv investieren möchte. Wenn man sich (aus guten Gründen) für einen aktiven Investmentstil entscheidet, stehen wiederum diverse Optionen offen, um Aktien zu selektieren. Typischerweise legen Investoren den Schwerpunkt auf die Bewertung, die Margen, die Wettbewerbsfähigkeit und die Verschuldung. Alternativ besteht die Möglichkeit, sich thematisch einzuschränken und nur in die Märkte und Sektoren zu investieren, die man für besonders aussichtsreich hält. Alle diese Ansätze haben ihre Berechtigung und eignen sich, um ein Kernportfolio mit Aktien zu bestücken.

Alle diese Ansätze haben aber auch einen gravierenden Nachteil. Sie laufen Gefahr, eine Gruppe von Aktien zu übersehen, die ein extrem hohes Performancepotenzial aufweist: Es geht hier um Unternehmen, die sich in positiven disruptiven Prozessen befinden. Disruption ist in den letzten Jahren zu einem Schlagwort geworden, obwohl vermutlich jeder eine leicht andere Vorstellung davon hat, was Disruption tatsächlich bedeutet. Der Amazon-Chef Bezos hat Disruption vor einiger Zeit auf eine sehr einfache Formel gebracht: „Alles, was die Kunden lieber mögen als das, was sie vorher gekannt haben, ist disruptiv.“ Vielleicht ist diese Erklärung ein wenig zu einfach, aber im Kern trifft sie den Sachverhalt ganz gut. Der Duden nennt als Synonyme für das Wort „disruptiv“ die Adjektive zerrüttend, zerreiend und durchschlagend. In den Sinn kommen einem dabei

schnell Unternehmen wie Uber, Airbnb, Alibaba oder Netflix. Letztlich geht es darum, dass Unternehmen durch Produkt- oder Prozessinnovationen oder gänzlich neue Geschäftsideen bestehende Marktstrukturen signifikant verändern. Dieser Prozess ist für sich genommen nicht neu und findet ständig statt. Neu ist die Geschwindigkeit. So dauerte es einige Jahrzehnte, bis das Auto das Pferd oder die Glühbirne die Kerze endgültig abgelöst hatte. Das Smartphone und das Streaming haben sich dagegen in kürzester Zeit durchgesetzt. Für Unternehmen ist das Fluch und Segen zugleich. Unternehmen, die auf der Sonnenseite der Disruption stehen, können in kürzester Zeit extrem erfolgreich werden. Etablierte Unternehmen können aber aufgrund disruptiver Prozesse auch innerhalb kürzester Zeit an Bedeutung verlieren.

Deshalb ist das Verständnis disruptiver Prozesse für die Selektion von Aktien von fundamentaler Bedeutung. Allerdings – und jetzt kommen wir zurück zu den Eingangsbuberlegungen – finden sich gerade im „Beuteschema“ klassischer Selektionsmethoden wenig Aktien, die von den gesuchten positiven disruptiven Prozessen gekennzeichnet sind. Der Grund dafür ist leicht zu benennen. Wenn bei diesen Aktien das disruptive Potenzial anfängt für den Markt sichtbar zu werden, dann sind diese Aktien nach klassischen Bewertungskriterien schnell sehr teuer und würden möglicherweise aufgrund branchenuntypisch hoher Bewertungskennzahlen aus dem Raster fallen. Zudem befinden sich solche Unternehmen oftmals in einer extremen Expansions- und Investitionsphase, so dass die Verschuldung nicht

selten hoch ausfällt (Beispiel Tesla). Dementsprechend lässt sich bei diesen Unternehmen zumindest im Frühstadium dieser Entwicklung nicht selten eine schwache Marge beobachten, da zunächst alles daran gesetzt wird, Marktanteile zu gewinnen, und das um jeden Preis. Dabei kommt es nicht unbedingt vor, dass solche Unternehmen gleichzeitig teuer, margenschwach und hochverschuldet sind – oft führt aber eines dieser drei Kriterien dazu, diese Unternehmen im Rahmen einer klassischen Analyse nicht weiter und tiefergehend zu analysieren.

Zudem ist in der Frühphase eines disruptiven Prozesses nie mit absoluter Sicherheit zu erkennen, ob es sich tatsächlich um eine nachhaltige Disruption handelt. Gerade hier fällt es besonders schwer, diese Unternehmen zu identifizieren. Trotzdem vergibt man große Chancen, sich diesem Thema nicht zu stellen. Denn man läuft sonst Gefahr, Unternehmen im Portfolio zu halten, die von disruptiven Prozessen überrollt werden. Und man läuft Gefahr, die Unternehmen nicht im Portfolio zu haben, die mit einem gewaltigen Performancepotenzial durchstarten und sich unternehmerisch entfalten.

Doch wie findet man diese Unternehmen? Der Wirtschaftsnobelpreisträger August von Hayek hat mal in ähnlich gelagerten Fällen davon gesprochen, dass es einer Anmaßung von Wissen gleichkäme, wenn einzelne Personen versuchen würden, derart komplexe wirtschaftliche Zusammenhänge zu erfassen, Entwicklungen zu antizipieren und Schlussfolgerungen daraus abzuleiten.

Das ist auch der Grund, warum wir bei dieser Fragestellung Expertengremien kritisch gegenüberstehen. Denn Experten mögen vielleicht in der Lage sein, disruptive Potenziale von Geschäftsmodellen grundsätzlich zu erkennen; wenn es aber darum geht, eine Einschätzung darüber abzugeben, wann diese Potenziale für den Kurs einer Aktie bewertungsrelevant werden, tun sich einzelne Personen schwer und liegen oft falsch.

Doch wie sieht ein Weg aus, der Erfolg verspricht? Wir haben dazu zwei Arbeitshypothesen aufgestellt. Die eine lautet, dass man in diesem speziellen Fall eher auf die Intelligenz und Intuition einer großen Zahl von Personen setzen sollte und nicht auf einzelne Empfehlungen. Die zweite Arbeitshypothese lautet, dass es wenig zielführend ist, Disruptionen antizipieren zu wollen, bevor sie unternehmerisch relevant werden.

Aus diesen beiden Arbeitshypothesen haben wir eine Selektionsmethode entwickelt, die sich wie folgt darstellt. Weltweit pflegen tausende von Analysten Datenbanken mit Schätzungen für eine große Anzahl von Unternehmenskennzahlen. Diesen großen Datensatz nutzen wir im Sinne von Big Data, um mit statistischen Verfahren nach Mustern im Verlauf der Schätzungen dieser Kennzahlen zu fahnden, so wie sie für Unternehmen in der Frühphase disruptiver Prozesse typisch sind. Zu den vielen Kennzahlen, die wir untersuchen, gehören Schätzungen des Cash-Flows, der Umsätze, der Gewinne, aber beispielsweise auch des Buchwertes. Dabei geht es immer nur um die Dynamik und nicht das Niveau der Kennzahl wie in klassischen Selektionsprozessen. Unternehmen mit visibel werdenden Disruptionsprozessen zeichnen sich dadurch aus, dass Schätzungen ihrer Bilanzkennzahlen aus einem für das Unternehmen typischen Entwicklungspfad ausbrechen und damit einen Strukturbruch in den Kennzahlen verzeichnen. Die Kunst besteht darin, mit relativ wenig Datenpunkten und damit wenig Zeitverzug mit hinreichender Sicherheit eine Unterscheidung zwischen „statistischem Rauschen“ und einer ökonomisch relevanten Entwicklung treffen zu können. Letztlich begeben wir uns mit einem von uns entwickelten Algorithmus auf die Suche nach Disruptionen in Daten, die auf eine Disruption im echten wirtschaftlichen Leben schließen lassen. Dabei kann es vorkommen, dass der Algorithmus auf disruptionsverdächtige Muster stößt, die sich bei einer qualitativen Analyse als Sonder- und Einmaleffekte wie Veränderungen von Rohstoffpreisen oder Regulierungseingriffe herausstellen. Aus diesem Grund ist eine finale Prüfung durch einen erfahrenen Portfoliomanager unerlässlich. Der Faktor Mensch wird also in unserem Prozess nicht ausgeschlossen – er kommt nur an der Stelle zum Einsatz, wo er bei dieser speziellen Fragestellung den größten Mehrwert leisten kann. Doch wie schauen nun Portfolios aus, die nach diesem Ansatz selektiert worden wären? Vor einigen Jahren hätten wir den Mantel über dieses Geheimnis leicht lüften können, indem wir einfach die Liste der durch den Algorithmus vorselektierten Aktien abgedruckt und dann erörtert hätten, welche Aktien nach einer finalen qualitativen Prüfung als offensichtlich nicht disruptionsverdächtig entfernt worden wären. Regulierungsbedingt ist das heute nicht mehr so einfach möglich. Denn der Gesetzgeber sorgt sich darum, dass eine solche Liste – selbst wenn sie eigentlich erst einmal nur eine akademische Finger-

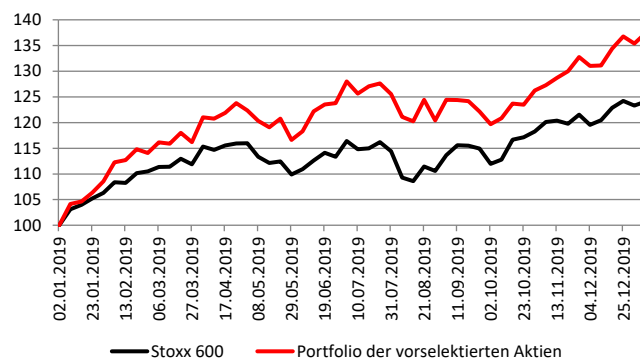
Konjunktur und Strategie

übung ist - vom Kunden als Empfehlung oder sogar Beratung empfunden werden könnte. Daher sind heute solche Aussagen in Publikationen nicht mehr möglich. So zeigen wir Ihnen stattdessen die Aktien, die unser Algorithmus Anfang 2019 selektiert hat. So können wir gleichzeitig noch überprüfen, wie sich eine solche Zusammenstellung von disruptiven Geschäftsmodellen geschlagen hätte. In Europa hat eine solche Liste am 2.1.2019 wie folgt ausgeschaut; die grau hinterlegten Aktien hätte man qualitativ genauer auf mögliche disruptive Effekte untersuchen müssen.

Unternehmen	Industriegruppe
PEUGEOT SA	Automobiles
CHRISTIAN DIOR SA	Clothing, Accessories
INFORMA PLC.	Media Agencies
WH SMITH PLC.	Specialty Retailers
SWEDISH MATCH AB	Tobacco
LEGAL & GENERAL GP.PLC.	Life Insurance
GJDG.FORSIKRING ASA	Full Line Insurance
ADMIRAL GROUP PLC.	Prop. & Casualty Ins.
SARTORIUS AG	Medical Equipment
AMBU 'B'A/S	Medical Equipment
ESSILORLUXOTTICA SA	Medical Supplies
SWED.ORPHAN BIOVITRUM AB	Biotechnology
IPSEN SA	Pharmaceuticals
ROCHE HOLDING AG	Pharmaceuticals
WIENERBERGER AG	Bldg Materials: Other
KINGSPAN GROUP PLC.	Bldg Materials: Other
ASSA ABLOY AB	Bldg Materials: Other
NIBE INDUSTRIER AB	Bldg: Climate Control
MTU AERO ENGINES HLDG.AG	Aerospace
THALES SA	Defense
HALMA PLC.	Elec. Eq: Gauges
ALSTOM SA	Electrical Components
ASHTREAD GROUP PLC.	Comm. Vehicles, Lease
ATLANTIA	Transport Services
ALTEN	Computer Services
ATOS	Computer Services
TELEPERFORMANCE	Consumer Digital Svs
HEXAGON AB	Software
DASSAULT SYSTEMES SE	Software

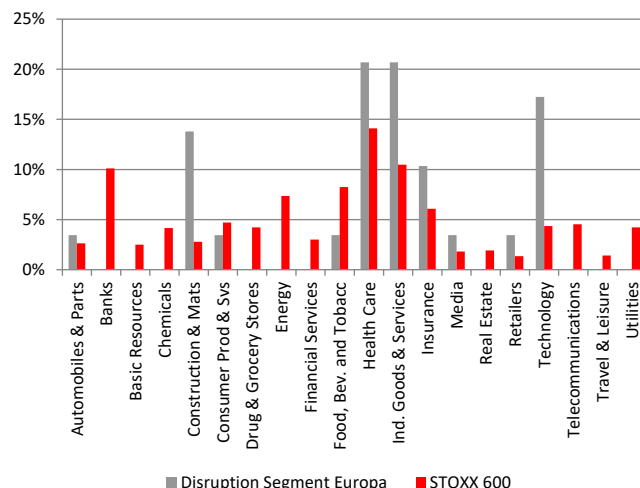
Die Wertentwicklung aller dieser Aktien wäre bei einer Gleichgewichtung vergleichsweise attraktiv gewesen; die ohnehin schon erfreuliche Marktentwicklung wäre nochmals geschlagen worden. In einem echten Portfolio hätte man vermutlich nicht alle Aktien ein Jahr gehalten – zudem wären im Laufe des Jahres neue, disruptive Geschäftsmodelle auf dem Radarschirm erschienen, die ebenfalls Eingang in ein solches Portfolio gefunden hätten. Um so erstaunlicher, dass auch schon diese sehr statische Betrachtung zu diesem Ergebnis geführt hätte.

Wertentwicklung der am 2.1.2019 vorselektierten Disruptions-Aktien in Europa gegenüber dem Markt



Welche anderen Eigenschaften hätte ein solches Portfolio gehabt? Die Sektorallokation wäre vergleichsweise weit von der Benchmarkallokation entfernt gewesen. Sektoren wie Technologie, Industrie, Gesundheit und Pharma, aber auch Bauwerte und Bautechnik wären stark vertreten gewesen.

Sektoraufteilung Europa-Segment



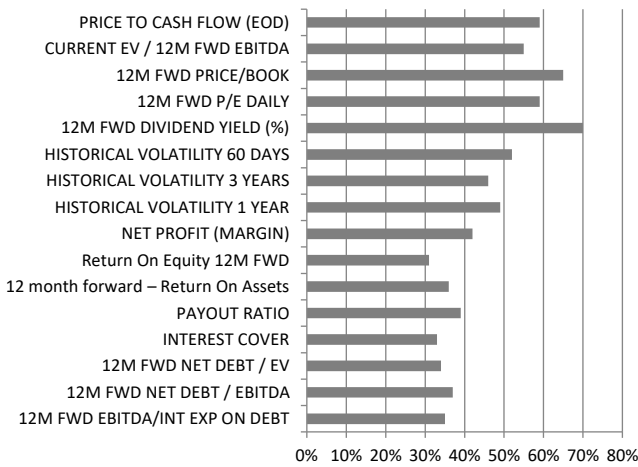
Dabei verfügt das Modell über keine Informationen zur Sektorzugehörigkeit der Unternehmen. Das Modell ist in alle Richtungen offen und hat keine modellendogenen Präferenzen für bestimmte Sektoren. Das ist auch gut so, denn Disruptionen können überall auftreten – auch indirekt über Zweitrundeneffekte in Sektoren, in denen man es zunächst nicht vermuten würde.

Interessant ist auch der Blick auf die fundamentalen Eigenschaften der vorselektierten Unternehmen. Denn wie zu erwarten, sind die unter Disruptionsverdacht stehenden Unternehmen vergleichsweise teuer. So sind je nach Kennzahl 55% bis 70% der Unternehmen im Investmentuniversum attraktiver bewertet als der Durchschnitt der vorselektierten Unternehmen, während

Konjunktur und Strategie

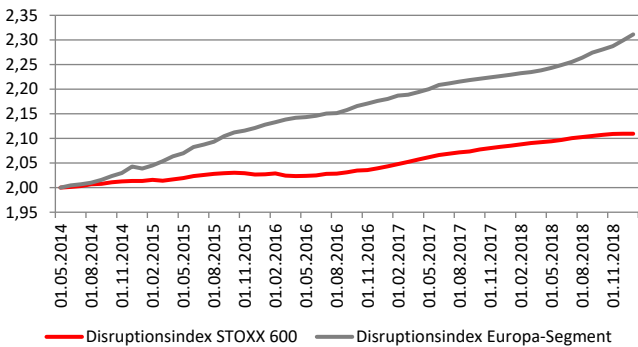
die anderen Eigenschaften allerdings unauffällig oder sogar eher gut sind.

So viele Unternehmen weisen im STOXX 600 eine attraktivere Kennzahl auf als das Europa-Segment



Auch der kumulierte Verlauf aller Kennzahlen der vorselektierten Unternehmen war deutlich besser als im breiten Markt. Während sich Ende 2018 schon in der Breite (rote Linie in der unteren Grafik) eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik abzeichnete, legten die selektierten Unternehmen noch einmal deutlich zu!

Verlauf der logarithmierten konsolidierten Disruptionsindizes im Europa-Segment



Ähnliches gilt für die am 2.1.2019 selektierten Unternehmen in den USA. Auch hier dominieren Sektoren wie Industrie und vor allem Pharma und Gesundheit, aber auch Telekommunikation. Sektoren wie Autos, Versorger, Freizeit, Immobilien oder Grundstoffe sind gar nicht besetzt. Die Wertentwicklung dieser vorselektierten Werte wäre 2019 ebenfalls besser gewesen als der breite Markt, obwohl es 2019 de facto nicht leicht war, den S&P 500 zu schlagen. Die grau hinterlegten Werte sind wiederum die Aktien, die man einer besonders kritischen qualitativen Prüfung hätte unterziehen müssen.

Unternehmen

Industrie gruppe

LULULEMON ATHETA.INCO.	Clothing, Accessories
AMAZON.COM INCO.	Diversified Retailers
O'REILLY AUTV.INCO.	Specialty Retailers
DARDEN RESTAURANTS INCO.	Restaurants & Bars
CVS HEALTH CORP.	Drug Retailers
CENOVUS EN.INCO.	Integrated Oil & Gas
TC ENERGY CORP.	Pipelines
MSCI INCO.	Fin. Data Providers
CIGNA HOLDING CO.	Health Care Mgmt. Svs
INTUITIVE SURGICAL INCO.	Medical Equipment
STRYKER CORP.	Medical Equipment
TELEFLEX INCO.	Medical Supplies
ALEXION PHARMS.INCO.	Biotechnology
CELGENE CORP.	Biotechnology
VERTEX PHARMS.INCO.	Pharmaceuticals
BRISTOL MYERS SQUIBB CO.	Pharmaceuticals
INGERSOLL-RAND PLC.	Bldg: Climate Control
SPIRIT AERSYS.HDG.INCO.	Aerospace
PAYCHEX INCO.	Prof. Business Support
CANADIAN NATIONAL RY.CO.	Railroads
SALESFORCE.COM INCO.	Software
CADENCE DESIGN SYS.INCO.	Software
SPLUNK INCO.	Software
INTEL CORP.	Semiconductors
CISCO SYSTEMS INCO.	Telecom. Equipment
COMCAST CORP.	Cable TV Services

Spätestens an dieser Stelle kommt von Investoren immer die Frage, wie man mit einem derartigen Konzept in Unternehmen investieren könne, die noch in der „Garage“ an der nächsten ganz großen Innovation und Disruption arbeiten. Die ehrliche Antwort ist die, dass es natürlich nicht möglich ist, mit einem solchen Konzept in nicht börsennotierte Start-Ups zu investieren. Das gilt aber auch für die vielen inzwischen sehr großen, von Private Equity finanzierten Unternehmen, bei denen offensichtlich ein Disruptionsbezug besteht. Ist das ein systematischer Mangel? Eigentlich nicht. Denn jede große Disruption führt auch immer zu Effekten bei börsennotierten Unternehmen, die von der Disruption direkt oder indirekt profitieren.

Man muss nicht immer dort investieren, wo eine Disruption ihren Ursprung hatte. So wurde die digitale Kamera von Kodak entwickelt – Kodak ist trotzdem untergegangen. Es existieren unzählige Beispiele dafür, dass gerade die Pioniere disruptiver Geschäftsmodelle und Ideen scheitern, bevor sich die Ideen in einem zweiten oder dritten Anlauf erfolgreich entfalten. Und das ist dann die Spielwiese, auf der unser Selektionsansatz seine Fähigkeiten zeigen muss.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	16.01.2020 16:36	02.01.2020 -1 Woche	06.12.2019 -1 Monat	08.10.2019 -3 Monate	08.01.2019 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Dow Jones	29207	1,2%	4,3%	11,6%	22,8%	25,2%
S&P 500	3304	1,4%	5,0%	14,2%	28,4%	31,8%
Nasdaq	9324	2,5%	7,7%	19,2%	35,2%	40,5%
DAX	13430	0,3%	2,0%	12,2%	24,3%	27,2%
MDAX	28474	-0,5%	4,1%	13,1%	26,6%	31,9%
TecDAX	3129	2,1%	2,4%	16,1%	24,2%	27,7%
EuroStoxx 50	3770	-0,6%	2,1%	9,8%	23,4%	25,6%
Stoxx 50	3435	0,1%	3,0%	9,4%	22,2%	24,4%
SMI (Swiss Market Index)	10673	0,5%	2,0%	8,9%	23,7%	26,6%
FTSE 100	7608	0,0%	5,1%	6,5%	10,9%	13,1%
Nikkei 225	23933	1,2%	2,5%	10,9%	18,5%	19,6%
Brasilien BOVESPA	116804	-1,5%	5,1%	16,8%	26,9%	32,9%
Russland RTS	1612	4,1%	11,3%	23,4%	43,5%	51,2%
Indien BSE 30	41933	0,7%	3,7%	11,7%	16,5%	16,3%
China Shanghai Composite	3074	-0,4%	5,6%	5,5%	21,7%	23,3%
MSCI Welt (in €)	2392	1,2%	3,8%	11,1%	27,0%	30,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1138	1,4%	8,1%	13,0%	19,9%	21,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	171,46	20	93	-321	772	792
Bobl-Future	133,96	4	-32	-184	141	144
Schatz-Future	111,92	-2	-11	-44	3	-2
3 Monats Euribor	-0,39	-1	0	2	-9	-8
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,38	-1	2	21	-37	0
3 Monats \$ Libor	1,83	-7	-6	-18	-95	-97
Fed Funds Future, Dez 2020	1,36	-3	5	33	-93	-1
10-jährige US Treasuries	1,80	-8	-4	27	-91	-88
10-jährige Bunds	-0,22	0	7	38	-45	-47
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	3	3	24	1	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,60	-13	0	18	-45	-43
US Treas 10Y Performance	638,33	0,1%	-0,2%	-2,8%	10,1%	9,9%
Bund 10Y Performance	662,75	0,3%	-0,3%	-3,3%	5,5%	5,7%
REX Performance Index	493,74	0,2%	-0,3%	-1,6%	1,3%	1,2%
IBOXX AA, €	0,25	-1	-2	16	-68	-63
IBOXX BBB, €	0,87	-1	-6	7	-128	-119
ML US High Yield	5,99	-3	-33	-50	-146	-202
JPM EMBI+, Index	893	0,1%	2,7%	2,9%	10,8%	12,8%
Wandelanleihen Exane 25	7740	0,5%	1,7%	2,7%	11,7%	12,3%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	401,83	-0,2%	2,9%	4,1%	-2,9%	-1,8%
MG Base Metal Index	299,82	0,2%	4,2%	2,2%	1,9%	1,7%
Rohöl Brent	64,63	-2,0%	0,5%	11,4%	10,8%	21,6%
Gold	1550,48	1,5%	6,2%	3,2%	20,7%	21,0%
Silber	18,18	1,1%	9,6%	2,8%	16,3%	17,2%
Aluminium	1768,25	-0,4%	-0,2%	1,4%	-4,2%	-5,1%
Kupfer	6152,35	-0,2%	3,2%	9,1%	4,5%	3,4%
Eisenerz	94,59	2,2%	6,8%	1,1%	27,5%	36,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	768	-21,3%	-50,7%	-57,4%	-39,1%	-39,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1134	-0,5%	0,4%	1,3%	-2,7%	-2,8%
EUR/ GBP	0,8530	0,4%	1,2%	-4,9%	-5,1%	-5,0%
EUR/ JPY	122,55	0,7%	1,8%	4,4%	-1,5%	-2,6%
EUR/ CHF	1,0733	-1,2%	-2,1%	-1,5%	-4,4%	-4,8%
USD/ CNY	6,8769	-1,3%	-2,2%	-3,7%	0,3%	0,0%
USD/ JPY	109,14	0,5%	0,5%	1,9%	0,4%	-0,4%
USD/ GBP	0,7663	1,1%	0,4%	-6,4%	-2,4%	-2,4%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.