



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

23. August 2018

Wie profitiert man von disruptiven Unternehmen? Teil I

Disruptive Unternehmen sind keine Erscheinung des 21. Jahrhunderts. Auch deutlich davor gab es immer wieder Unternehmen, die durch ihre Produkt- und Prozessinnovationen ganze Geschäftsmodelle und Wirtschaftszweige veränderten oder sogar obsolet werden ließen. Die Geschichte disruptiver Unternehmen fängt vermutlich mit Boulton & Watt an: Im Jahr 1776 gelang es der Firma, die erste Dampfmaschine in Betrieb zu nehmen. Diese Erfindung veränderte die Welt wie kaum eine andere davor oder danach, denn erst sie ermöglichte überhaupt die Industrialisierung. Ende des 19. und zu Beginn des 20. Jahrhunderts waren es vor allem deutsche Firmen, die die Welt „disruptierten“. Während Firmen wie Siemens oder AEG einen wesentlichen Beitrag zur globalen Elektrifizierung und Telekommunikation lieferten, veränderte u.a. die BASF auf Basis des Haber-Bosch-Verfahrens nachhaltig die Nahrungsmittelproduktion, indem die industrielle Basis für die noch immer gängige Kunstdüngerherstellung gelegt wurde. Aktuell existieren vermutlich sogar überdurchschnittlich viele Unternehmen, die mit dem Adjektiv „disruptiv“ beschrieben werden können. Sofort kommen einem Firmen wie Amazon oder Apple in den Sinn, die mit ihren Produkten und Dienstleistungen die Lebensgewohnheiten der Menschen teils dramatisch verändert haben – mit massiven Rückwirkungen auf andere, indirekt von der Disruption betroffene Unternehmen. Auf den zweiten Blick ist die Liste von Unternehmen mit disruptivem Potenzial deutlich länger. So ließe sich hier exemplarisch Wirecard nennen; dort arbeitet man mit Nachdruck an Innovationen im Zahlungsverkehr. Ein anderes Beispiel wäre Adidas, wo Sohlen von Lauf-

schuhen mit extrem innovativen 3D-Druckverfahren hergestellt werden. Die Liste lässt sich beliebig erweitern, und am Ende wird es nie eine abschließende Beurteilung darüber geben können, wo Disruption anfängt und wo „normale“ Innovation aufhört.

Fakt ist aber, dass Unternehmen mit disruptivem Potenzial eine deutlich bessere Kursentwicklung aufweisen als der breite Markt – das muss auch so sein, denn disruptive Unternehmen erschließen i.d.R. komplett neue Felder, verdrängen die bestehende Konkurrenz und/oder produzieren zu Kosten, die massiv unter denen der Konkurrenz liegen. All das äußert sich in überdurchschnittlich stark steigenden Umsätzen, Cash Flows und Gewinnen und letztlich eben auch in steigenden Kursen. Aus diesem Grunde überrascht es nicht, wenn disruptive Unternehmen zunehmend in den Fokus von Asset Managern gelangen und diese versuchen, Portfolios allein auf Basis disruptiver Unternehmen zu konstruieren. Was sich auf den ersten Blick komplett logisch und nahezu zwingend sinnvoll anhört, entpuppt sich leider – wie so oft an Kapitalmärkten – als tückisches Unterfangen. Denn die Leistung kann kaum darin bestehen, Unternehmen zu kaufen, die schon seit Jahren als offensichtlich disruptiv eingeschätzt werden. Das Wissen um dieses inzwischen allgemein anerkannte disruptive Potenzial ist mehr oder weniger im Aktienkurs eines solchen Unternehmens eingepreist. Schließlich gibt es einen Grund dafür, dass sich Apple oder Amazon in den letzten Jahren signifikant besser entwickelt haben als breite Indizes wie beispielsweise der S&P 500. Auch wenn sich Apple und Amazon mit hoher Wahrscheinlichkeit auch in den kommenden Jahren weiter gut

schlagen werden – das Geheimnis des Erfolges liegt doch eher darin, nach den zukünftigen Apples und Amazons zu suchen und diese rechtzeitig in das Portfolio aufzunehmen.

Um dieses ambitionierte Ziel zumindest ansatzweise zu erreichen, konkurrieren im Wesentlichen zwei Ansätze miteinander. Der erste Ansatz läuft darauf hinaus, mit Expertenwissen die Unternehmen zu identifizieren, die aufgrund technologischer Fähigkeiten oder außergewöhnlicher unternehmerischer Visionen und Umsetzungsstärke mit einer erhöhten Wahrscheinlichkeit zum elitären Kreis zukünftig disruptiver Unternehmen gehören. Der zweite Ansatz stützt sich nicht auf Expertenwissen, sondern nutzt innovative und leistungsfähige Auswertungsverfahren und Patentdatenbanken, um die Wertigkeit von Erfindungen zu erkennen und daraus das Disruptionspotenzial für ein Unternehmen abzuleiten.

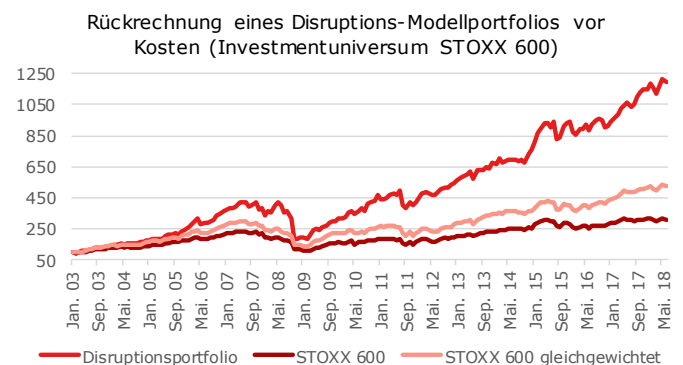
Wir wollen nicht in Abrede stellen, dass beide Ansätze prinzipiell zum Erfolg führen können; trotzdem weisen diese Methoden aus unserer Sicht jeweils systematische Schwächen auf, die dazu führen, dass man mit einer vergleichsweise hohen Wahrscheinlichkeit an der Herausforderung scheitert, disruptive Unternehmen im Vorfeld als solche zu identifizieren. Im ersten Fall sind wir grundsätzlich skeptisch, ob einzelne Menschen überhaupt in der Lage sind, sehr dynamische unternehmerische Prozesse ernsthaft über längere Zeiträume antizipieren zu können. Ein guter Analyst oder Investor kann sich ein fundiertes Urteil darüber bilden, ob ein Unternehmen günstig bewertet ist, im Vergleich zur Konkurrenz profitabel wirtschaftet und auch in Krisenzeiten in der Lage ist, die Schulden aus dem Cash Flow zu bedienen. Ebenfalls ist man als guter Analyst oder Investor in der Lage einzuschätzen, inwieweit die Marktstellung eines Unternehmens durch Wettbewerber gefährdet ist. Dazu gehört auch die Fähigkeit, durch Gespräche mit dem Management eines Unternehmens ein „Gefühl“ dafür zu entwickeln, wie belastbar unternehmerische Planungen und Projektionen tatsächlich sind.

All das ist aber eher Teil einer statischen Analyse, in der die Ist-Situation des Unternehmens sowie dessen unmittelbare Zukunft auf Herz und Nieren geprüft wird. Bei der Suche nach Unternehmen mit großem disruptiven Potenzial geht es aber weniger um den datentechnisch gut greifbaren Status Quo, sondern um die Zukunftphantasie, die sich u.U. aus einer noch unscheinbaren technischen Innovation oder unternehmerischen Idee ableitet. Hier ist aus unserer Sicht viel Demut gefragt,

und die Fehlerquote bei einer derartigen Vorgehensweise dürfte überdurchschnittlich hoch sein.

Ähnliches gilt für den zweiten Ansatz, indem beispielsweise Patentdatenbanken ausgewertet werden und damit versucht wird, den zukünftigen unternehmerischen Wert aus aktuellen technologischen Fähigkeiten abzuleiten. Auch hier sind wir ein wenig skeptisch – das liegt allerdings nicht daran, dass wir an der Fähigkeit solcher quantitativen Bewertungsverfahren zweifeln. Ganz im Gegenteil: Wir sind sogar davon überzeugt, dass mit modernen datenbasierten Analyseverfahren die Bedeutung und die technologische Tragweite von Erfindungen vergleichsweise gut eingeordnet werden kann. Nur ist damit noch lange nicht gesagt, dass damit auch der spezifische unternehmerische Wert einer Erfindung für ein konkretes Unternehmen bestimmt werden kann. Zum einen ist selbst die genialste Erfindung für ein großes Unternehmen wie z.B. Siemens nicht unbedingt kursrelevant, und zum anderen müssen viele unternehmerische Entscheidungen und Entwicklungen zusammentreffen, damit aus einer guten Idee oder einer besonderen technischen Fähigkeit tatsächlich ein disruptives Unternehmen wird.

Aus diesem Grund setzen wir auf ein anderes Pferd: Statt mit einer Art „Kristallkugel“ im Nebel der Zukunft zu stochern, halten wir es für zielführender, die Unternehmen zu identifizieren, bei denen sich mit einer hohen Wahrscheinlichkeit schon jetzt ein disruptiver Prozess abzeichnet. Dazu suchen wir mit statistischen Methoden bestimmte „Verlaufsmuster“ in den Zeitreihen fundamentaler Daten, so wie sie für disruptive Unternehmen in der Frühphase typisch sind.



Wir nutzen hier ein datentechnisch disruptives Verfahren, um nach Aktien mit unternehmerisch disruptivem Potenzial zu suchen. Da das Verfahren komplett regelgebunden ist, lässt sich die Wertentwicklung verlässlich zurückrechnen. Wie dieses Verfahren funktioniert, werden wir im zweiten Teil dieser Publikation erläutern.

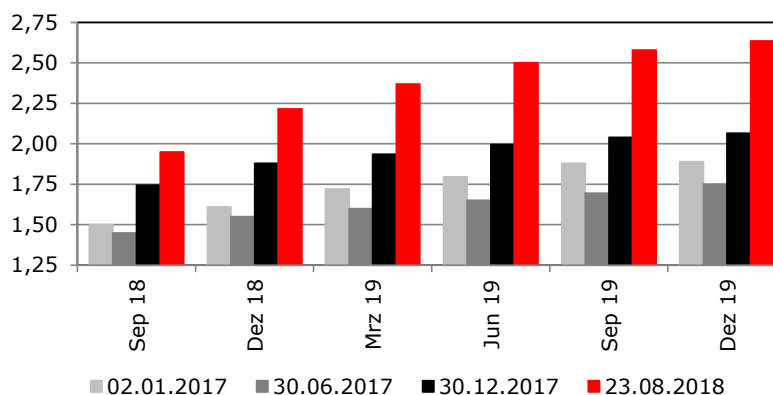
Wochenausblick für die Zeit vom 27. August bis 31. August 2018

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	102,3	102,3	101,8	101,7	101,9		27. August
D: Ifo-Geschäftserwartungen	98,7	98,6	98,5	98,2	98,4		27. August
D: Ifo-Lageeinschätzung	106	106,2	105,2	105,3	105,5		27. August
D: GfK Konsumklima	10,9	10,8	10,7	10,7	10,6	10,7	29. August
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,0%	0,5%	0,1%	0,3%	0,1%		30. August
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,6%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%		30. August
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-8	-11	-14	-6	-10		30. August
D: Arbeitslosenquote	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%		30. August
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,4%	-1,5%	1,2%	0,4%			31. August
E-19: M3, y/y	3,8%	4,0%	4,4%	4,3%			28. August
E-19: Geschäftsklima	1,38	1,44	1,38	1,29	1,31		30. August
E-19: Wirtschaftsvertrauen	112,7	112,5	112,3	112,1	112,2		30. August
E-19: Konsumentenvertrauen, final	0,3	0,2	-0,6	-0,6	-0,5		30. August
E-19: Industrier vertrauen	7,3	6,9	6,9	5,8	6,0		30. August
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,3%	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%		31. August
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%			31. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wachstum mit Risiken

USA: Fed Funds Futures



Gestern veröffentlichte die US-Notenbank das Protokoll der Sitzung des Federal Open Market Committee (FOMC), welche vom 31. Juli bis 1. August stattgefunden hatte. Da die Fed schon zuvor klar kommuniziert hatte, dass im September der dritte Zinsschritt des Jahres folgen wird, wurde das Hauptaugenmerk der Investoren auf den gesamtwirtschaftlichen Ausblick und insbesondere die Frage gelegt, ob das FOMC eine Überhitzung der Wirtschaft sieht. Nach Einschätzung der Notenbank wächst die Wirtschaft weiter kräftig mit Wachstumsraten über dem Potenzialwachstum. Zusammen mit rekordniedriger Arbeitslosigkeit lässt sich daraus weiterer Lohn- und Inflationsdruck ableiten, der für rasche Zinsschritte sprechen würde. Gleichzeitig

haben aber auch die Risiken zugenommen. So wurde besonders der Handelskonflikt mit China intensiv diskutiert. Mit der daraus resultierenden Unsicherheit sehen die Notenbanker die Gefahr, dass Investitionen zurückgehalten werden und das Wachstum abgeschwächt werden könnte. Mit der Entwicklung des heimischen Immobilienmarktes und der Lage der Schwellenländer wurden weitere potenzielle Gefahren diskutiert. Insgesamt ist das gezeichnete Bild also uneinheitlich: starkem Wachstum stehen größer werdende Risiken entgegen. Deshalb haben auch die Märkte kaum auf die Veröffentlichung reagiert. So blieben die impliziten Wahrscheinlichkeiten für zukünftige Zinserhöhungen nahezu unverändert.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	23.08.2018	14.08.2018	20.07.2018	18.05.2018	18.08.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	16:31	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	25749	1,8%	2,8%	4,2%	18,8%	4,2%
S&P 500	2865	0,9%	2,3%	5,6%	18,1%	7,2%
Nasdaq	7821	-0,6%	0,0%	6,3%	25,8%	13,3%
DAX	12403	0,4%	-1,3%	-5,2%	2,0%	-4,0%
MDAX	26794	0,8%	0,8%	-0,2%	7,9%	2,3%
TecDAX	2965	1,8%	3,0%	5,7%	31,3%	17,2%
EuroStoxx 50	3425	0,4%	-1,0%	-4,2%	-0,6%	-2,3%
Stoxx 50	3076	-0,5%	-0,7%	-2,6%	1,1%	-3,2%
SMI (Swiss Market Index)	9063	0,6%	0,8%	1,4%	2,1%	-3,4%
FTSE 100	7571	-0,5%	-1,4%	-2,7%	3,4%	-1,5%
Nikkei 225	22411	0,2%	-1,3%	-2,3%	15,1%	-1,6%
Brasilien BOVESPA	76541	-2,6%	-2,6%	-7,9%	11,4%	0,2%
Russland RTS	1049	-3,0%	-5,8%	-10,5%	2,1%	-9,1%
Indien BSE 30	38337	1,3%	5,0%	10,0%	21,6%	12,6%
China Shanghai Composite	2725	-2,0%	-3,7%	-14,7%	-16,6%	-17,6%
MSCI Welt (in €)	2156	-0,5%	1,7%	3,6%	13,4%	6,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1051	-0,6%	-0,9%	-5,9%	0,7%	-5,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	-7	61	447	-122	146
Bobl-Future	132,21	-14	20	113	-56	60
Schatz-Future	111,98	-6	-2	4	-19	1
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,29	-1	1	0	-10	0
3 Monats \$ Libor	2,31	-1	-3	-2	99	62
Fed Funds Future, Dez 2018	2,22	0	0	0	78	0
10-jährige US Treasuries	2,82	-8	-7	-25	63	41
10-jährige Bunds	0,35	2	4	-23	0	-8
10-jährige Staatsanl. Japan	0,10	-1	6	4	6	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,11	-1	-5	-21	2	2
US Treas 10Y Performance	566,96	0,7%	0,7%	2,3%	-3,5%	-2,5%
Bund 10Y Performance	623,20	0,3%	0,7%	3,3%	2,7%	2,6%
REX Performance Index	485,18	-0,1%	-0,1%	1,4%	0,4%	0,9%
IBOXX AA, €	0,65	-2	-11	-19	-6	-3
IBOXX BBB, €	1,56	1	-3	2	29	33
ML US High Yield	6,54	-1	-5	1	38	39
JPM EMBI+, Index	783	0,6%	-2,2%	-0,5%	-5,7%	-6,4%
Wandelanleihen Exane 25	7387	0,3%	-0,3%	-1,1%	3,2%	-0,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	414,19	-0,9%	-4,2%	-6,9%	-5,4%	-4,2%
MG Base Metal Index	307,36	-1,3%	-1,6%	-12,6%	-7,0%	-14,3%
Rohöl Brent	74,43	2,4%	2,0%	-6,0%	45,2%	11,7%
Gold	1190,13	-0,6%	-3,2%	-7,9%	-8,2%	-8,7%
Silber	14,68	-2,7%	-5,3%	-10,7%	-13,9%	-13,7%
Aluminium	2031,00	-0,7%	-2,3%	-10,4%	-2,0%	-10,0%
Kupfer	5961,50	-0,8%	-2,6%	-12,7%	-7,6%	-17,3%
Eisenerz	67,69	-0,4%	6,4%	1,0%	-9,0%	-5,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1735	0,6%	2,7%	36,3%	37,7%	27,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1563	1,4%	-0,9%	-1,9%	-1,5%	-3,6%
EUR/ GBP	0,9008	1,0%	0,8%	3,1%	-1,4%	1,5%
EUR/ JPY	128,62	1,7%	-1,8%	-1,6%	0,5%	-4,7%
EUR/ CHF	1,1394	0,8%	-2,1%	-3,2%	0,9%	-2,6%
USD/ CNY	6,8758	-0,1%	1,6%	7,8%	3,0%	5,7%
USD/ JPY	110,07	-1,0%	-1,2%	-0,6%	0,8%	-2,3%
USD/ GBP	0,7792	-0,6%	2,1%	5,0%	0,2%	5,4%

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.