

RESILIENCE + OPTIONALITY

Die Anlagephilosophie zum ‚Complexity Investing‘ von NZS Capital

Die vollständige Version dieser Anlagephilosophie ist auf nzscapital.com erhältlich. NZS Capital und Jupiter Asset Management sind im Dezember 2019 eine strategische Partnerschaft eingegangen. Jupiter unterstützt NZS Capital operativ und im Risikomanagement und ist exklusiver globaler Vertriebspartner des Unternehmens.

jupiteram.com

Nur für professionelle Investoren, nicht für Privatanleger.


JUPITER
ASSET MANAGEMENT

Extreme und unerwartete Ereignisse sind normal, also stellen Sie sich darauf ein!

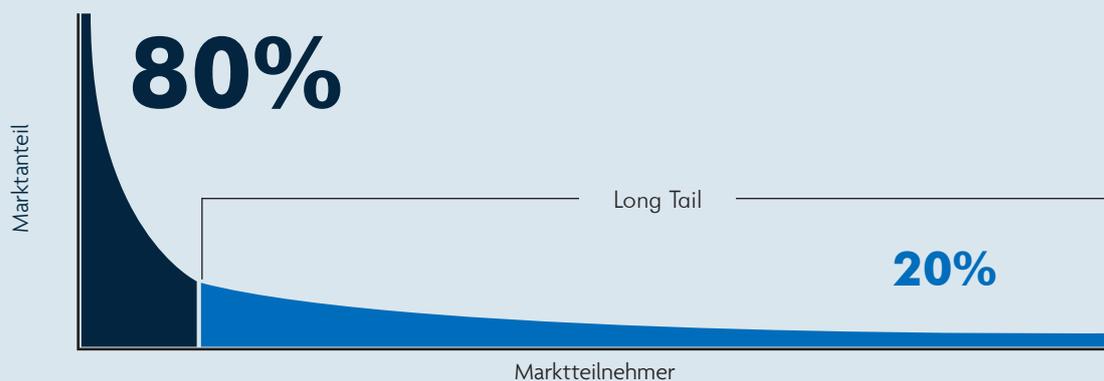
Verhaltenswissenschaftler haben festgestellt, dass wir Menschen viel schlechter darin sind, die Zukunft vorherzusagen, als wir denken. Und erwiesenermaßen tun wir uns besonders schwer damit, extreme und unerwartete Ereignisse vorherzusagen.

Dafür gibt es viele Gründe. Zum einen gleichen unsere Zukunftsüberlegungen zumeist der Gaußschen Glockenkurve bzw. Normalverteilung, bei der sich die Ergebnisse zu mehr als 99,7% innerhalb von drei Standardabweichungen vom Mittelwert befinden.

Normalverteilungen eignen sich hervorragend für die Vorhersage von Systemen im Gleichgewicht, aber überhaupt nicht für Vorhersagen in komplexen adaptiven Systemen wie der realen Welt und den Finanzmärkten.

ABBILDUNG 1: POTENZGESETZ

In einer von Disruption geprägten Welt wird der Erfolg nur wenigen zuteil. So funktionieren Potenzgesetze.



Komplexe Systeme zeichnen sich durch emergente Funktionen aus und reagieren extrem empfindlich auf kleine Änderungen – daher lassen sie sich am besten durch Potenzgesetze erklären.

Ein Potenzgesetz ist eine mathematische Regel, bei der die Häufigkeit eines Ereignisses als Exponent (Hochzahl) einer bestimmten Eigenschaft dieses Ereignisses variiert. Potenzgesetze treten häufig in der Natur und in Netzwerken auf. Ein gutes Beispiel sind Erdbeben – wenn es häufig kleinere Beben gibt, wissen wir, dass es auch zu massiven Erdbeben kommen kann – nur wissen wir nie genau, wann diese auftreten oder wie verheerend sie sein werden.

Auf die Finanzmärkte übertragen bedeuten diese Potenzgesetze, dass Extremereignisse nicht nur häufig vorkommen, sondern als ‚die Norm‘ erwartet werden sollten.

Volatilität wird häufig als Risiko angesehen. Wir stellen diese Gleichsetzung in Frage. Im Kontext komplexer Systeme führt Volatilität zu neuen Verhaltensweisen, durch die sich das System mit der Zeit verbessert.

In der Wirtschaft führen Potenzgesetze zu Erfolgsungleichheiten auf Märkten. Vor diesem Hintergrund haben wir ein neues Konzept der Kapitalallokation entwickelt, das enge Vorhersagen vermeidet und den Schwerpunkt auf Anpassungsfähigkeit, Innovation, Netzwerkeffekte und Nachhaltigkeit des Wachstums legt. Dieser Ansatz schafft eine Balance aus Widerstandsfähigkeit und Optionalität, um Fallstricke zu vermeiden, die sich aus dem falschen Glauben an eine normalverteilte Welt ergeben.

Alle Branchen stehen durch disruptive Faktoren unter Druck.

Disruptive Kräfte gehen heute am häufigsten vom Technologiesektor aus. Doch das ist nur der Anfang.

In einer von Disruption geprägten Welt wird der Erfolg nur wenigen zuteil. So funktionieren Potenzgesetze.

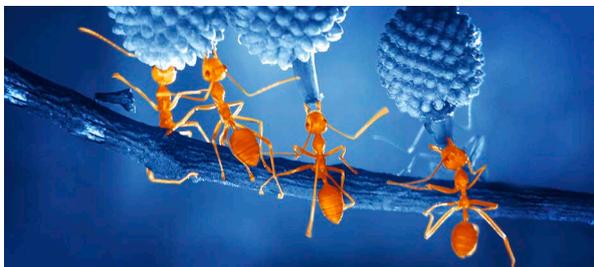
In einer von Disruption geprägten Welt sind neue Investmentansätze gefragt. Ein neues Investmentparadigma.

Resilienz und Optionalität

Wir betrachten Volatilität als Chance und konzentrieren uns auf die Allokation von Kapital in Unternehmen, die in einem komplexen Umfeld erfolgreich sein können. Voraussetzung dafür sind zwei Eigenschaften: **Resilienz und Optionalität.**

Mit der richtigen Balance aus Resilienz – also Belastbarkeit – und Optionalität brauchen wir uns nicht auf einen von vielen möglichen Zukunftspfaden festzulegen.

Soweit wir Vorhersagen über die Zukunft treffen, sind diese eher breit („Cloud Computing wird in fünf Jahren ein viel größerer Sektor sein als heute“) als eng („Unternehmen X wird seinen Umsatz im nächsten Quartal um 15% steigern“).



**Wir können viel von Ameisen lernen
– sie sind fauler, als man meint**

Das unerbittliche Streben nach Produktivität auf Kosten der Resilienz ist seit Jahrzehnten die dominierende Geschäftsphilosophie. Wie Unternehmen mit einer „Just-in-Time“-Beschaffung dastehen, wenn es durch Schocks zu Lieferkettenunterbrechungen kommt, kann man sich leicht vorstellen.

Im Tierreich gelten Ameisen als Inbegriff von Gewissenhaftigkeit und Fleiß. Was viele nicht wissen: Die Hälfte der Kolonie sitzt die meiste Zeit nur herum und tut gar nichts! Was für eine Ressourcenverschwendung, würde der Berater sagen. Tatsächlich haben Ameisen so eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit gegenüber Extremereignissen aufgebaut. Wenn zum Beispiel eine Sturzflut die Ameisen tötet, die gerade unterwegs sind, um Nahrung zu beschaffen, oder ein Tier einen Teil der Kolonie beschädigt, gibt es eine ausreichend große Reserve, durch die sich die Kolonie wieder erholen kann. Ameisen haben Jahrmillionen überlebt, indem sie die Resilienz NICHT zugunsten der Produktivität geopfert haben.

Übertragen auf die Geschäftswelt bedeutet dies: Resiliente Unternehmen sind weniger auf kurzfristige Renditemaximierung getrimmt und stärker darauf ausgerichtet, sich an ein verändertes Umfeld anzupassen und weiterzuentwickeln. So können diese Unternehmen Extremereignisse nicht nur überstehen, sondern sogar von ihnen profitieren.

Der Begriff Optionalität bezieht sich auf einen großen potenziellen Gewinn aus einer relativ kleinen Investition – auf diese Weise können die oben erwähnten Potenzgesetze zu unseren Gunsten wirken. Für Risikokapitalgeber sind Potenzgesetze nichts Neues. Sie wissen, dass viele ihrer Investitionen ins Leere laufen werden und sie nur eine kleine Anzahl von Gewinnern brauchen, um ihr Portfolio erfolgreich zu machen.

Bei Start-ups und disruptiven Unternehmen kann die Unsicherheit zu groß sein, um die Ergebnisse bestimmter Investitionen mit einem gewissen Maß an Zuversicht vorauszusagen. Das Halten vieler Unternehmen mit einem hohen Grad an Optionalität aber sollte neben mehreren Verlierern und auch einige übergroße Gewinner hervorbringen.

Zen und die Kunst des Portfoliomanagements

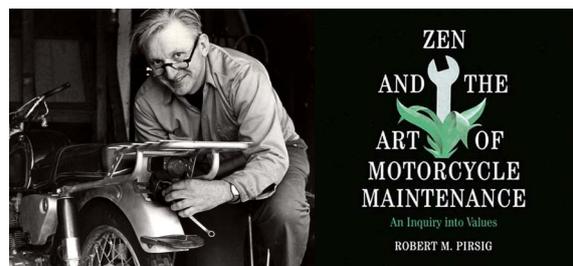
QUALITÄT, WACHSTUM UND KONTEXT

Wir haben mehrere wichtige Tools, mit denen wir Unternehmen und Trends identifizieren, von denen wir glauben, dass sie sich in einem komplexen System erfolgreich entwickeln werden. So können wir für eine optimale Balance von Resilienz und Optionalität in unseren Portfolios sorgen. Die Attribute, nach denen wir Ausschau halten, betreffen drei zentrale Aspekte: **Qualität, Wachstum und Kontext**.

QUALITÄT: MAN ERKENNT SIE, WENN MAN SIE SIEHT

„Was ich (wie jeder andere) unter Qualität verstehe, lässt sich nicht in Subjekte und Prädikate zerlegen. Das liegt nicht daran, dass Qualität so mysteriös wäre, sondern daran, dass Qualität so einfach, unmittelbar und direkt ist.“

Das schrieb Robert M. Pirsig in „Zen und die Kunst, ein Motorrad zu warten“, und es ist eine Philosophie, die unsere Ansicht zur Qualität im wirtschaftlichen Kontext zusammenfasst. Für uns liegt die Essenz eines Qualitätsunternehmens in seinem Managementteam und seiner Struktur.



Langfristiges Denken und Anpassungsfähigkeit sind zwei Seiten derselben Medaille: Erfolgreiche Unternehmen vereinen häufig eine Konzentration auf das, was sich für ihr Geschäft NICHT ändern wird, mit der Fähigkeit, die sich verändernden Bedürfnisse ihrer Kunden zu antizipieren. Die besten Managementteams verstehen dies intuitiv.

Wir halten Ausschau nach Unternehmen, die Resilienz und Optionalität vereinen. Diese Unternehmen zeichnen sich zumeist durch bestimmte Produkte oder Dienstleistungen aus und lassen sich in Bezug auf ihre Resilienz optimieren. Die wiederkehrenden Erlöse aus diesen cashflow-starken Geschäftseinheiten sollten zur Finanzierung von Optionalitätsinvestitionen rund um das Kerngeschäft des Unternehmens oder naheliegende Kompetenzen verwendet werden.

AUF DER SUCHE NACH ‚NICHT-NULLSUMMEN‘-WACHSTUM

In einer komplexen, zunehmend verflochtenen Welt besteht der beste Ansatz für alle Beteiligten darin, Entscheidungen zu treffen, die positive „Nicht-Nullsummen“ (Non-Zero-Sum, NZS)-Szenarien schaffen, also „Win-Win“-Situationen, durch die beide Parteien besser dastehen, als wenn sie keine Geschäfte miteinander gemacht hätten.

Ein Unternehmen, das eine Plattform betreibt, die auf einen Mehrwert für alle Beteiligten einschließlich des Unternehmens selbst abstellt, schafft große Mengen an „NZS“. Die optimale „Win-Win“-Situation ist die, wenn die Plattform mehr Wert für das Ökosystem schafft als für das Unternehmen selbst. Disruptive Unternehmen können große, etablierte Märkte „aufmischen“, indem sie allen Nutzern oder Verbrauchern mehr NZS bieten als die bestehenden Anbieter und die Spielregeln verändern. NZS geht weit über ESG hinaus. NZS berücksichtigt die Interessen von Kunden, Mitarbeitern, Gesellschaft, Umwelt und Investoren.

Nachhaltigkeit des Wachstums

Bei der Bewertung von Wachstum halten wir die Dauerhaftigkeit für wichtiger als die Geschwindigkeit. Schnelles Wachstum ist sexy, ganz klar. Auf lange Sicht kann es aber extrem gefährlich für die Gesundheit des Unternehmens sein. Was der Markt unserer Ansicht nach chronisch unterschätzt, ist langsames, nachhaltiges Wachstum.

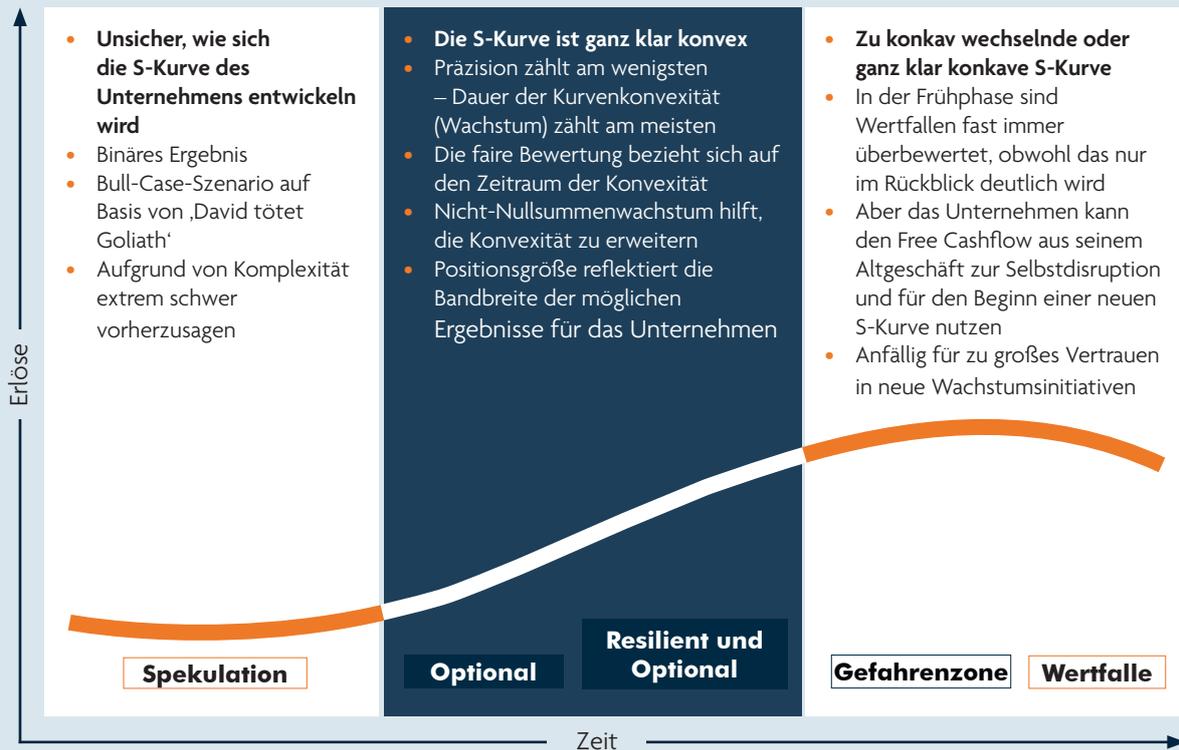
ABBILDUNG 2: DAS WACHSTUM FOLGT TENDENZIELL EINER S-KURVE.

In einer von Disruption geprägten Welt gibt es nur wenige Gewinner.



Wenn wir untersuchen, wo sich ein Unternehmen auf seiner Wachstums-S-Kurve befindet, müssen wir zudem die Marktbewertung und die darin eingepreisten Zukunftsannahmen berücksichtigen. Vor allem müssen wir prüfen, inwieweit diese Annahmen auf wackeligem Boden stehen.

ABBILDUNG 3: S-KURVE



KONTEXT: VERÄNDERUNGEN VERSTEHEN

Bei der Auswahl unserer Investments achten wir darauf, dass das Gesamtportfolio nicht von einem bestimmten Zukunftsszenario abhängig ist. Dieser Kontext ist von entscheidender Bedeutung. Denn wenn die Welt motorisiert wird, können selbst die besten Managementteams nicht noch mehr Pferdekutschenzubehör verkaufen.

Deshalb konzentriert sich unser Research zu einem Großteil auf die Entwicklung eines fundierten Verständnisses der Ökosysteme, in die wir investieren. Wie Amazon legen wir den Fokus darauf, was sich in Zukunft ändern wird und was NICHT.

Das sind die bereits erwähnten breiten Vorhersagen. Der Rest des Marktes macht aber ständig Vorhersagen, die in den Aktienbewertungen zum Ausdruck kommen. Höhere Bewertungen erfordern engere Vorhersagen bei einer viel größeren Verlust- als Gewinnwahrscheinlichkeit. In derartigen Fällen kann das Enttäuschungspotenzial an der Börse sehr groß sein, auch wenn das Unternehmen selbst fundamental robust ist.

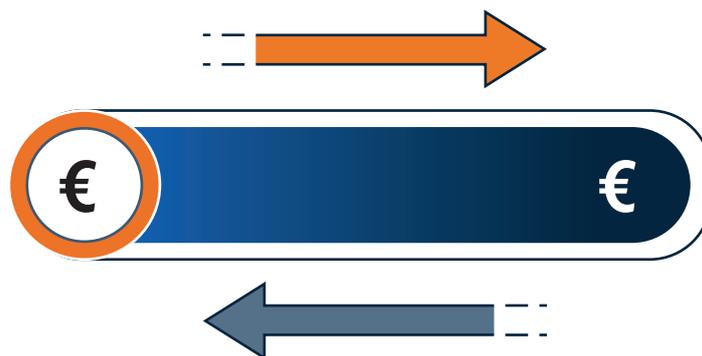


Amazon ist ein leuchtendes Beispiel für langfristiges Denken und Anpassungsfähigkeit. Es ist ein sehr experimentierfreudiges Unternehmen, das schnell auf wechselnde Trends reagiert, aber ein Geschäftsmodell hat, das auf einer einfachen, unverrückbaren Wahrheit gründet: dass sich die Welt noch so sehr verändern kann – die Menschen werden sich immer günstigere Preise wünschen, schnelle Lieferungen bevorzugen und eine große Auswahl lieben.

Ein neues Verständnis des Konzeptes der Wettbewerbsvorteile

Ein wichtiger Aspekt der Unternehmensmerkmale Resilienz und Optionalität ist eine neue Herangehensweise an das Konzept des Wettbewerbsvorteils. Die traditionelle Definition von Wettbewerbsvorteilen stellt auf strukturelle Markteintrittsbarrieren oder „Gräben“ ab. Heute betrachten wir dies als Anachronismus aus einer Welt, in der Informationen nicht frei fließen.

In wenigen Jahren wird ein Großteil der Weltbevölkerung ein Smartphone besitzen und jederzeit weltweite Informationen abrufen können. Im Informationszeitalter, in dem alle erdenklichen Daten quasi in Echtzeit zur Verfügung stehen, werden künstliche „Gräben“, wie sie zum Beispiel im Modell der fünf Wettbewerbskräfte von Porter beschrieben werden, zu lähmenden Schwachstellen und daher Stück für Stück zerstört. Am anfälligsten für Disruption sind die Unternehmen, die sich ihres Wettbewerbsvorteils zu sicher sind und nicht erkennen, dass sich die Bedürfnisse in ihrem Markt ändern. Das Gegenmittel dazu heißt Innovation und Erneuerung. Wer sich nicht selbst erneuert, wird vom Neuen verdrängt. Selbstdisruption bedeutet, nicht nur die eigenen Kernprodukte weiterzuentwickeln, sondern gezielt Produkte an den Markt zu bringen, mit denen man sich selbst Konkurrenz machen kann.



Die klassischen Modelle betrachten hohe Wechselkosten als Markteintrittsbarriere – also als Schutz vor Disruption. In einer Zeit, in der fast alle Produkte und Dienstleistungen zunehmend von Informationen abhängig sind, verlieren die Wechselkosten aber zunehmend an Bedeutung. Daher sollten heutige Unternehmen davon ausgehen, dass die Kosten des Wechsels zu einem anderen Anbieter aus Kundensicht vernachlässigbar sind, und sich stattdessen darauf konzentrieren, ihren Kunden einen immer größeren Mehrwert zu bieten.

Portfoliokonstruktion für eine komplexe Welt

Auf den vorangegangenen Seiten haben wir dargelegt, welche Eigenschaften die Unternehmen auszeichnen, die unserer Ansicht nach am besten aufgestellt sind, um den Sprung von analog zu digital erfolgreich zu meistern und aus der Konfrontation mit disruptiven Kräften gestärkt hervorzugehen. Derartige Unternehmen zu identifizieren ist das eine – genauso wichtig ist der Aufbau eines gut durchdachten, anpassungsfähigen Portfolios von Unternehmen. In einer komplexen Welt ist es gefährlich, sich bei seinen Anlageentscheidungen an engen Vorhersagen zukünftiger Ereignisse zu orientieren. Daher setzen wir bei der Kapitalallokation auf eine optimale Balance von Resilienz und Optionalität.

WEG VOM MITTELMASS

Ein Portfolio mit einer optimalen Balance von Resilienz und Optionalität zeichnet sich durch eine zweigeteilte Portfoliostruktur aus: eine große Mehrheit von Unternehmen, die Resilienz und Optionalität vereinen, ergänzt durch eine diversifizierte Auswahl kleinerer Anlagen, die die Optionalität maximieren.

Ein wichtiger Aspekt dieser Strategie ist die Vermeidung der „mittleren“ Positionsgrößen, die sich unserer Erfahrung nach nur im Einklang mit dem Markt entwickeln werden und somit das potenzielle langfristige Alpha reduzieren würden.

Die Strategie versucht nicht, das Verhältnis von Risiko und Ertrag zu optimieren. So vermeidet sie kognitive Verzerrungen mit negativen Auswirkungen auf die langfristige Performance.

FOLGEN VON VERHALTENSFEHLERN MINDERN

Verlängerung des Portfolio-„Tails“: Ein aus der Verhaltensökonomik bekannter Verhaltensfehler ist der Endowment-Effekt (Besitztumseffekt): die Tatsache, dass Menschen dazu neigen, ein Gut wertvoller einzuschätzen, wenn sie es besitzen. Wir minimieren diesen Verhaltensfehler, indem wir die Anzahl der Positionen im Portfolio-„Tail“ erhöhen.

Rückführung optionaler Titel: Wir halten reine Optionalitätspositionen unter einem maximalen Gewichtungslimit und vereinnahmen sukzessive die Mehrerträge aus ihrer Wertsteigerung. Aufgrund ihres beträchtlichen Aufwärtspotenzials rücken Optionalitätspositionen häufig an die Spitze eines Portfolios. Liegt der Manager mit seiner Zukunftseinschätzung falsch, kann sich das als fataler Fehler erweisen. Die Positionsgröße reflektiert stets die Bandbreite der möglichen Ergebnisse.

Wachsame Bewertung der geschäftlichen Risiken: Ein offener und ehrlicher Austausch über die geschäftlichen Risiken resilienter Unternehmen macht es einfacher für uns, Titel, die sich als Wertfallen erweisen könnten, einer kritischen Prüfung zu unterziehen. In diesem Sinne ist das vielleicht gefährlichste Verhalten eines Anlegers die Verwechslung von „Engagement“ mit „Überzeugung“. Sie kann zu Verhaltensfehlern wie Confirmation Bias

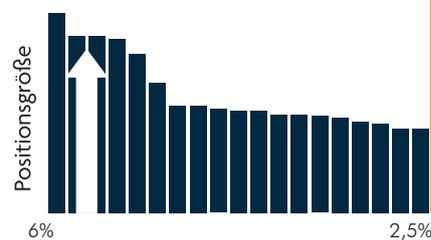
führen – der Neigung, Informationen so auszuwählen, zu deuten und zu gewichten, dass sie in unser eigenes Weltbild passen – oder uns dazu veranlassen, Positionen auszubauen, wenn wir eigentlich lieber die Finger davon lassen sollten.

ABBILDUNG 4: PORTFOLIOKONSTRUKTION

Aufbau eines zweigeteilten Portfolios der Resilienz und Optionalität.

Resilienzpositionen

- Eine kleinere Anzahl größerer Positionen in sehr anpassungsfähigen, für Disruptionen gut gerüsteten Unternehmen
- Ein hohes Maß an Qualität, Wachstum und Kontext
- Unternehmen mit nachhaltig positivem Nicht-Nullsummenwachstum



Optionalitätspositionen

- Kleinere Positionen in Unternehmen mit einer großen Bandbreite an möglichen Ergebnissen
- Die Positionen können ausgebaut werden, wenn sich die Bandbreite der möglichen Ergebnisse verengt. Einige wenige werden resilient
- Bewertung weniger relevant, Aufwärtspotenzial nur schwer quantifizierbar

Alles Mittelmaß aussortieren – weder resilient noch optional



NICHT IRGENDETWAS TUN ODER WILLKÜRliche GESCHÄFTIGKEIT DEMONSTRIEREN ... DAS AUSSITZEN EINER ENTSCHEIDUNG KANN WICHTIG SEIN!

Achtsamkeit bezeichnet einen Zustand der intensiven Aufmerksamkeit. Nur aufmerksam zu sein, klingt einfach. Jahrmillionen der Evolution aber haben das menschliche Gehirn so verdrahtet, dass es in unserer modernen, schnelllebigen und reizüberfluteten Welt gegen uns arbeitet.

Die Orientierung an Resilienz und Optionalität durch Qualität, Wachstum und Kontext kann uns helfen, gefährliche Verhaltensfehler zu vermeiden. Wir teilen unsere Zeit – unsere mentale Energie – so ein, wie wir unser Kapital einteilen, und geben uns Raum, um frei von Ablenkungen Verknüpfungen herzustellen und Komplexität zu erfassen.

Komplexe Systeme sollten uns lehren, uns nicht mehr an eng gefassten Prognosen zu versuchen, extreme Ereignisse zu erwarten und uns ausschließlich auf das zu konzentrieren, was resilient oder optional ist. Ausgangspunkte sind wichtig! Complexity Investing steht für eine völlig neue Form der Kapitalallokation – und für einen unserer Ansicht nach geeigneten Ansatz, um Kunden zu helfen, ihre Anlageziele unter unterschiedlichsten Zukunftsszenarien und in einer durch zunehmende Disruption gekennzeichneten Welt zu erreichen.

Möchten Sie mehr über Complexity Investing erfahren? Dann lesen Sie unsere Studie unter www.nzscapital.com/news/complexity. **Das NZS Capital Team freut sich über jede Möglichkeit des Gedanken- und Ideenaustauschs mit gleichgesinnten Investoren.**

Dieses Dokument richtet sich nur an professionelle Investoren und nicht an Privatanleger. Markt- und Wechselkursschwankungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen steigt oder fällt, und es ist möglich, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile nicht den vollen Anlagebetrag zurückerhalten. Alle dargestellten Daten oder Meinungen sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Obwohl alle Anstrengungen unternommen werden, um die Richtigkeit der Informationen zu gewährleisten, werden diesbezüglich keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Die Unternehmensbeispiele dienen nur zur Illustration und sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren zu verstehen. Die angegebenen Renditen werden nicht garantiert und können sich in Zukunft ändern. Auszeichnungen und Ratings sind nicht als Empfehlung zu verstehen.

Zu Ihrer Sicherheit können wir Telefongespräche aufzeichnen oder stichprobenartig überwachen.

Herausgegeben von Jupiter Asset Management (JAM), eingetragener Gesellschaftssitz: The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, London, SW1E 6SQ, Vereinigtes Königreich, zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority. Eine – vollständige oder auszugsweise – Reproduktion dieser Präsentation in jedweder Form ohne die vorherige Genehmigung durch JAM ist nicht gestattet.