



INVESTMENT BERICHT 2018 / 2019



SPEZIALTHEMA
JOSEPH ALOIS SCHUMPETER
und die Kraft der schöpferischen Zerstörung

„Hypotheses non fingo“



SPEZIALTHEMA

JOSEPH ALOIS SCHUMPETER

und die Kraft der schöpferischen Zerstörung

„Hypotheses non fingo“

Joseph Alois Schumpeter war einer der größten Ökonomen des 20. Jahrhunderts. Er war ein herausragender Denker, eine schillernde wie auch kontroverse Persönlichkeit, ein Universalgelehrter alter Schule, der sich durch ein tiefgehendes Verständnis der sozio-ökonomischen Zusammenhänge seiner Zeit und der Geschichte im Allgemeinen auszeichnete. Zu seinen Lebzeiten war er unter anderem Professor, Bankier sowie österreichischer Politiker und wirkte daher durch verschiedenste Kanäle in die Irrungen und Wirrungen seiner Zeit hinein – von der Blütezeit Wiens um 1900, über den endgültigen Zerfall der k.u.k.-Monarchie nach dem ersten Weltkrieg bis hin zum Aufstieg Amerikas zur Weltmacht. Sein Œuvre muss an Umfang, Inhalt und Bedeutung keinen Vergleich mit anderen Größen der ökonomischen Wissenschaftsgeschichte scheuen und wirkt bis heute maßgeblich nach – oder vielmehr: heute mehr denn je.

Für uns spielt Schumpeter seit jeher eine zentrale Rolle: In unserer Anlagephilosophie geben seine Ideen wichtige Impulse für die Ausarbeitung unseres Weltbilds; für unseren Investmentprozess zeichnen seine Begriffe die Blaupause für unsere Aktienauswahl. Da wir zum Ende des letzten Jahres ein neues Mitglied in unserer Phaidros Publikumsfonds-Familie begrüßen durften – den Phaidros Funds Schumpeter Aktien – der unsere Interpretation von Schumpeter als Aktienstrategie widerspiegelt, bietet sich hier eine gute Gelegenheit, Schumpeters Denken und unsere daraus abgeleitete Systematik etwas genauer darzustellen.

MENSCH & HINTERGRUND

Jeder Mensch ist ein Kind seiner Zeit. Bei der Beschäftigung mit Schumpeter drängt sich dieser Aphorismus stärker als bei vielen anderen auf, da seine Theorien maßgeblich von der gesellschaftlichen Dynamik und intellektuellen Schaffenskraft geprägt waren, die ihn als jungen Mann im Wien des Fin de Siècle formten. Freud, Klimt oder Schnitzler sind nur einige der Ikonen, die mit Althergebrachtem brachen, indem Sie Neues erschufen und dem Wien dieser Zeit zu einer kulturellen Hochblüte verhelfen, die historisch ihresgleichen sucht.

1883 geboren im böhmischen Triesch, zog der junge Schumpeter kurze Zeit später nach Wien und besuchte dort das berühmte Theresianum, an dem er 1901 die Reifeprüfung ablegte. Angetrieben von großem Ehrgeiz und einer Art kosmopolitischen Noblesse zog es ihn nach seiner Promotion sogleich in die weite Welt hinaus. Ganz nach dem Vorbild adeliger Bildungsreisen machte er Station in Berlin, London, Cambridge und Kairo, wo er seine Habilitationsarbeit fertig stellte. Es folgten Professuren in der bukovinischen Provinz, Graz, New York, Bonn und schließlich an der Universität von Harvard, an deren wissenschaftlichem Aufstieg in die akademische Weltelite er maßgeblich beteiligt war. Zwischendurch war er mit mäßigem Erfolg noch Bankpräsident einer traditionsreichen Privatbank in Wien sowie österreichischer Finanzminister.

All diese Stationen prägten Schumpeter in ihrer eigenen Art und Weise und schärften seinen Blick auf sozio-ökonomische Zusammenhänge. Das Wien der Jahrhundertwende und das dort vorherrschende Milieu aber gaben ihm den entscheidenden intellektuellen Schliff, der sein theoretisches Werk durchzieht. In diesem dynamischen „Melting Pot“ der Kulturen reifte Schumpeter zum Denker der Widersprüche und Paradoxa, die ihn in vielen Facetten seines Lebens prägten und schließlich zu seiner Theorie der schöpferischen Zerstörung leiteten.

Schumpeter selbst zeichnete sich schon früh durch ein gesundes Maß an Selbstbewusstsein aus. So werden ihm auch drei Lebensziele nachgesagt, die dieses Charakteristikum recht deutlich machen: Er wollte erstens der größte Ökonom der Welt, zweitens der beste Reiter Österreichs und drittens der begehrteste Liebhaber Wiens werden. Zu den beiden letzten Zielen sei an dieser Stelle auf eine andere Lektüre verwiesen, wenngleich hierzu manch spannende Anekdote zu erzählen wäre. Den Titel als größter Ökonom der Welt jedoch musste er zeit seines Lebens mit durchaus verletztem Stolz John M. Keynes überlassen, der für die Herausforderungen, die vor allem die beiden Weltkriege in dieser Zeit aufwarfen, mit seinen Ansätzen die passenderen Argumente auf seiner Seite hatte. Dennoch konnte er wegen seines unkonventionellen Denkens und selbstbewussten Attitüde in ökonomischen Kreisen schon früh große Aufmerksamkeit auf sich ziehen. Und auch seine Zeit – die Zeit von Innovation, Disruption und Entrepreneurien – sollte ja noch kommen.

WERK & WIRKKRAFT

Schumpeters Ansatz war von jeher interdisziplinär und universell. Sein Ziel war die Formulierung einer universalen Sozialwissenschaft, angelehnt an andere große Entwürfe etwa eines Karl Marx oder Max Weber. Für ihn mussten Wirtschaft, Gesellschaft und Politik immer zusammengedacht werden, weshalb sein Denken Implikationen entwickeln konnte, die anderen Ökonomen verwehrt blieben. Sein ökonomisches Œuvre lässt sich grob in drei Hauptwerke aufteilen.

Im Alter von erst 25 Jahren veröffentlichte er das erste Werk mit dem Titel „Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie“, in dem er auf mehr als 650 Seiten Léon Walras' Theorie des allgemeinen wirtschaftlichen Gleichgewichts popularisierte. Obwohl er darin die damalige Lehrbuchmeinung geistreich aufbereitete, legte er mit würziger Kritik schon hier den Grundstein für sein zweites und wohl wichtigstes Werk, der „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“. Ausgehend von Walras' Gleichgewichtshypothese fragte der junge Schumpeter nämlich, warum sich das moderne sozio-ökonomische System im Sinne des Kapitalismus nicht nur exogen, d.h. aufgrund von Krisen und Katastrophen wie Kriegen, sondern vielmehr auch endogen, d.h. aus sich selbst heraus, veränderte. Die simpel anmutende, allerdings von Zeitgenossen teils heftig kritisierte Antwort darauf war, dass die Ökonomie nicht statisch, sondern dynamisch ist. Die Triebfeder dieser Dynamik war für ihn primär die Innovation und daraus abgeleitet Begriffe wie Disruption, Unternehmertum oder Wirtschaftszyklen, die heute zum allgemeinen Sprachgebrauch in der ökonomischen Diskussion und darüber hinaus gehören. In seinem dritten Hauptwerk, verkürzt genannt „Business Cycles“, spinnt er diese Ideen und Erkenntnisse noch weiter und konstruiert daraus eine

holistische, sozio-ökonomische Theorie, die vor allem von technologischen Durchbrüchen, neuen Organisationsformen sowie Kartellen und Monopolen gekennzeichnet ist.

Zu erwähnen ist noch ein weiteres wichtiges Werk, das Schumpeter einige Jahre nach den „Business Cycles“ veröffentlichte. In „Capitalism, Socialism and Democracy“ aus dem Jahre 1942 zeichnet der alte Schumpeter, gekennzeichnet und desillusioniert von zwei Weltkriegen, ein eher dystopisches Bild der Gesellschaft. Wiederum aus der Paradoxie heraus gedacht, beschreibt er, wie der unbestrittene Erfolg des Kapitalismus auch der Grund seines eigenen Niedergangs ist: Durch die zunehmende Entfremdung der Unternehmen von der Gesellschaft mit dem obersten Ziel der Profitmaximierung; durch die voranschreitende Rationalisierung der Arbeiterschaft mit dem obersten Ziel der Effizienzsteigerung; und mit der Professionalisierung von innovativer Forschung und einer abgehobenen Vorstandsriege mit dem obersten Ziel der Modularisierung von Arbeitsprozessen und Humankapital findet die schöpferische Zerstörung keinen adäquaten Nährboden mehr. Die notwendigen Prozesse der Erneuerung finden nicht mehr statt und die Abhängigkeit der Regierungen von übermächtigen Großkonzernen und die damit einhergehende gesellschaftliche Transformation tun ihr Übriges, um den eigenen Untergang einzuläuten. Einiges von dem drängt sich unmittelbar auf, wenn man unser heutiges Wirtschaftssystem betrachtet. Allerdings kann mit Fug und Recht behauptet werden, dass auch bei weitem nicht alles so düster aussieht, wie Schumpeter es damals skizzierte.

INNOVATION & ZERSTÖRUNG

Dasjenige komplementäre Begriffspaar, mit dem Schumpeter heutzutage jedoch am häufigsten in Verbindung gebracht wird, ist die sogenannte schöpferische Zerstörung. Ausgangspunkt dabei ist die stationäre Ökonomie nach Walras, d.h. ein allgemeiner Gleichgewichtszustand in der Ökonomie, in dem der allgemeine Preisbildungsmechanismus zu einem Ausgleich von Angebot und Nachfrage führt. Alle Akteure sind dabei Preisnehmer, die langfristig keine Gewinne erwirtschaften können. Auf dieser Basis bliebe der Kapitalismus jedoch auf der Stelle stehen und würde sich laut Schumpeter nicht weiterentwickeln. Dynamisch wird der Wirtschaftsprozess erst durch den Unternehmer („Entrepreneur“), der durch Innovation aus diesem System ausbricht und einen neuen Markt erschafft. Dies kann beispielsweise durch Produktinnovation gelingen, indem eine neue Technologie kreiert wird; aber auch durch Verfahrensinnovation, indem ein Produkt qualitativ besser oder günstiger hergestellt werden kann. Entscheidend ist, dass der Unternehmer durch die Innovation einen gewichtigen Vorteil gegenüber allen anderen hat.

Für Schumpeter ist dieser Unternehmer dabei nahezu romantisch zu verstehen: Sein Antrieb ist nicht allein im Streben nach Reichtum begründet. Vielmehr kann er aufgrund einer inneren Triebfeder schlichtweg nicht anders, als innovativ zu sein, weil er rastlos ist und Neues erschaffen will. Er möchte neue Geschäftsfelder erobern und nach höheren Zielen streben, um der gesellschaftlichen Evolution entscheidende Impulse zu versetzen.

Durch seine kreative Geschäftstätigkeit hat der Unternehmer also zeitweise ein Monopol inne, das es ihm ermöglicht, Monopolrenditen – d.h. überproportionale Gewinne – zu erwirtschaften. Dies bleibt aber nicht lange unbeobachtet: Nachahmer, die den Wettbewerbsvorteil erkennen, imitieren die Innovation und transformieren das Monopol schrittweise in ein Oligopol, was den Profit für den Monopolisten schmälert, der teilweise auf die Imitatoren umverteilt wird. Dieser bisher rein schöpferische Prozess gewinnt immer mehr an Dynamik, offenbart aber schließlich seine negative, zerstörerische Seite: Nachzügler, die noch in alten Mustern denken, auf alten Märkten agieren oder mit veralteten Methoden produzieren und es nicht schaffen, sich anzupassen, gehen gnadenlos unter. Dieses harte Schicksal für den Einzelnen hat aber einen kathartischen Effekt: Das Gesamtsystem entwickelt sich weiter und pendelt sich auf einem neuen, höheren Gleichgewichtsniveau wieder ein – bis ein neuer Entrepreneur kommt und den Prozess aufs Neue anstößt.

MONOPOLISTEN & HERAUSFORDERER

Was bedeutet nun all dies für uns? Wie jede Theorie und jedes Modell sind auch Schumpeters Thesen letztlich nur der Versuch, die Komplexität der Realität in einen leichter verständlichen Rahmen zu packen, um daraus Handlungen und weitere Erkenntnisse ableiten zu können. Insofern gibt es auch bei ihm kritische Punkte, die entweder von vornherein fragwürdig waren oder sich mittlerweile überlebt haben. Andererseits gibt es aber auch viele Ideen, die aus heutiger Sicht visionär waren und die erst in unserer heutigen Zeit zur vollen Entfaltung kamen. So ist gerade der Prozess der schöpferischen Zerstörung evidentener denn je: Beispiele wie Kodak oder Nokia zeigen, dass selbst Unternehmen, die mit ihren Geschäftsmodellen ganze Industrien kontrollierten, immer auf der Hut vor Disruption sein müssen. Die jüngste Technologiewelle, die mit dem Silicon Valley an vorderster Front seit einigen Jahren Innovation und Disruption unmittelbar greifbar und hochprofitabel gemacht hat, zeigt, wie lebendig Schumpeters Ideen heute sind. Aber auch Monopolisten wie Nestlé, Adidas oder Alphabet illustrieren, wie gut Schumpeter die Entwicklung des westlich geprägten Wirtschaftssystems antizipierte.

Für den konkreten Portfoliokontext setzen wir diese Ideen schon seit jeher im Rahmen unserer Investmentstrategie um. Für den neuen Fonds Phaidros Funds Schumpeter Aktien haben wir diese Systematik noch einmal geschärft und auf den Punkt gebracht. Grundsätzlich unterscheiden wir dabei zwei Typen von Schumpeter-Aktien: Monopolisten und Herausforderer. Beide spiegeln Schumpeters Gedanken unmittelbar wieder: Monopolisten sind diejenigen Unternehmen, die es durch Innovation geschafft haben, sich große Marktmacht zu erarbeiten, hohe Eintrittsbarrieren zu errichten und ein stabiles und profitables Geschäftsmodell zu etablieren, das ihnen tendenziell einen defensiven Charakter verleiht. Die Herausforderer auf der anderen Seite sind diejenigen Unternehmen, die genau dorthin kommen wollen: Durch innovative Produkte, Verfahren, Technologien oder Prozesse wollen sie neue Märkte kreieren, alteingesessene Märkte und Monopole auseinanderbrechen und die bestehende Ordnung herausfordern.

Folgende Tabelle illustriert die wesentlichen Merkmale nochmals:

HERAUSFORDERER

Hoher Grad an Innovation

Schaffung neuer Märkte und Geschäftsmodelle (kreativ) mit dem Potenzial, eine Branche vollkommen umzukrempeln (Zerstörer)

Fokus auf starkes Wachstum, weniger auf Gewinne (Winner-Takes-it-All)

Quantitative Charakteristik:
Tendenziell Momentum-Aktien mit hohem Umsatzwachstum

MONOPOLISTEN

Hoher Grad an Marktdominanz

Schaffung von Markteintrittsbarrieren

Fokus auf die Abschöpfung von Monopolrenditen, weniger auf Wachstum

Quantitative Charakteristik:
Tendenziell Value-Aktien mit geringem Beta

Für beide Schumpeter-Typen gilt, dass sie in Krisenzeiten stabiler sind als andere Aktien: Während bei den Monopolisten der defensive Charakter zum Tragen kommt, bieten die Herausforderer Wachstum, das in Abschwüngen rar und deswegen gefragt ist. Andererseits bieten Schumpeter-Aktien auch größere Aufwärtspotenziale als andere Aktien: Monopolisten erwirtschaften aufgrund ihrer Marktmacht überdurchschnittliche Renditen, wohingegen Herausforderer überdurchschnittliches Wachstum an den Tag legen. Das Zusammenspiel beider Schumpeter-Typen ist damit eine ideale Kombination für ein Aktienportfolio.

Die Herausforderung bei alledem ist jedoch, überhaupt die richtigen Schumpeter-Aktien zu identifizieren. Bei Monopolisten ist diese Aufgabe tendenziell einfacher, weil sie mehr Visibilität besitzen. Allerdings ist Monopol nicht immer gleich Monopol: Deutsche Versorger beispielsweise agieren in einem Oligopol, das aber durch ein hohes Maß an staatlicher Regulierung (Energiewende), juristische Risiken (Endlagerung), einer ungünstigen Aktionärsstruktur (Kommunen/Länder) und einem schlechten Image (Klimawandel, Hambacher Forst) gekennzeichnet ist. Auf der anderen Seite sind die richtigen Herausforderer viel schwerer zu finden, weil sie (meist) noch kein profitables Geschäftsmodell besitzen, das organisatorische Wachstum manchmal nicht mit dem Umsatzwachstum mithalten kann und ihre Aktien oft Übertreibungen ausgesetzt sind. Deswegen ist es wichtig, eine klare Philosophie und einen stringenten Investmentprozess zu haben, um unter Berücksichtigung von gesundem Menschenverstand und Erfahrung die richtigen Aktien auszuwählen. In der Vergangenheit haben wir das in unseren Fonds und Portfolios mit Hilfe von Schumpeter in der Regel gut geschafft. Ab sofort bieten wir diese Strategie auch in Reinform anhand des neuen Phaidros Funds Schumpeter Aktien an.



WICHTIGE HINWEISE

Dieses Dokument enthält lediglich globale Einschätzungen, welche auf der Grundlage der mit größter Sorgfalt erstellten Analysen der Eyb & Wallwitz GmbH getroffen wurden. Die Eyb & Wallwitz GmbH gibt keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die verwendeten Quellen Bloomberg, IWF, Economist, Federal Reserve, Financial Times und Morningstar halten wir für verlässlich, garantieren aber nicht für sie. Die Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar, denn sie sind keine auf die persönlichen Verhältnisse des Anlegers abgestimmten konkreten Empfehlungen. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung.

Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Die angegebene Performance für die Phaidros Funds wurde auf Basis von Monatsultimo-Nettovermögenswerten in Prozent, in der Fondswährung nach Kosten und ohne Berücksichtigung etwaiger Zeichnungsgebühren berechnet. Alle Performanceangaben beziehen sich auf die Anteilklassen B und C des Phaidros Funds Balanced sowie auf die Anteilklasse B des Phaidros Funds Conservative und Phaidros Funds Fallen Angels.

Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanlagen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Eyb & Wallwitz GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.

© 2018 Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

Geschäftsführende Gesellschafter

Dr. Georg Graf von Wallwitz & Dr. Ernst Konrad



EYB  WALLWITZ

Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

Maximilianstraße 21
80539 München

Tel. +49 (0)89 / 255 466 - 0
Fax +49 (0)89 / 255 466 - 10

Bockenheimer Landstraße 13 - 15
60325 Frankfurt am Main

Tel. +49 (0)69 / 71 40 197 - 90
Fax +49 (0)69 / 71 40 197 - 99

info@eybwallwitz.de
www.eybwallwitz.de

info@phaidrosfunds.com
www.phaidrosfunds.com
