

Das Anti-Aging-Geheimnis

Unternehmen mit langer Historie haben hohe Widerstandskraft

Die „Lindy-Regel“ ist ursprünglich entstanden als Indikator dafür, wie lange ein Broadway-Musical ein Publikumsmagnet sein wird. Doch auch Börsianer sollten sie kennen. Denn: Unternehmen, die schon zuvor Krisen und Rezessionen souverän gemeistert haben, sollten auch in Zukunft besonders widerstandsfähig sein. Investoren tun gut daran, sich nicht nur von Hype-Themen begeistern zu lassen, sondern auch auf Bewährtes zu setzen.

Unternehmen haben eine geringe Lebenserwartung

Krisen, Umbrüche und Disruption sind nichts Neues. Schon immer sind Unternehmen Wandel und Wettbewerbsdruck unterworfen. Nicht viele Unternehmen überleben lange. Der Wissenschaftler Geoffrey West vom Santa Fe Institute stellte fest, dass von den fast 29.000 Unternehmen, deren Aktien zwischen 1950 und 2009 an den US-Börsen gehandelt wurden, 50 % nach nur 10,5 Jahren wieder verschwunden waren. Bis 2009 waren sogar fast 80% verschwunden. Neuere empirische Untersuchungen legen nahe, dass US-Unternehmen nur noch eine Lebensdauer von 15 bis 20 Jahren haben - in den 1970er Jahren waren es noch über 30 Jahre. Nur sehr wenige Unternehmen werden älter als 100 Jahre, noch weniger älter als 200 Jahre.

Wenn aber nur wenige Unternehmen lange überleben, stellt sich die Frage, warum es unter den Überlebenden einige gibt, die sehr alt oder fast unsterblich geworden sind.

Der Lindy-Effekt als wirkungsvolles Konzept

Hier kommt eine einfache, aber wirkungsvolle Heuristik ins Spiel: die Lindy-Regel. Das Konzept ist nach dem Café Lindy's Delicatessen in New York benannt. Dort trafen sich in den 60er Jahren Comedians, Schauspieler, Agenten und Kritiker, um darüber zu diskutieren, welche Stücke am Broadway gespielt werden, welchen künstlerischen Wert sie haben und um Wetten abzuschließen, wie lange sich ein Stück noch halten wird. Dabei entdeckt man ganz nebenbei (zumindest, wenn man dem Mathematiker Benoit Mandelbrot glaubt) einen Zusammenhang, den Ihre Großmutter schon lange als Aussage „Alte Besen kehren gut“ kannte, der aber erst Jahrzehnte später als Lindy-Effekt wissenschaftlich untersucht wurde:

Wie lange sich ein Stück am Broadway hält, hängt der Regel zufolge davon ab, wie lange es schon gespielt wird. Läuft ein Stück seit 10 Tagen, so beträgt der Erwartungswert für die verbleibende Laufzeit 10 Tage. Läuft es seit 100 Tagen, so wird es wahrscheinlich noch weitere 100 Tage laufen usw.

Der Lindy-Effekt wirkt in vielen Bereichen des Lebens, aber nicht allen

Phänomene, die dem Lindy-Effekt unterliegen, altern in die entgegengesetzte Richtung - je älter sie sind, desto länger ist ihre Restlebensdauer. Mit jedem Jahr, das sie überleben, erhöht sich ihre erwartete Restlebensdauer um ein weiteres Jahr. Wenn ein Buch seit 50 Jahren erfolgreich ist, ist es wahrscheinlicher, dass es weitere 50 Jahre erfolgreich sein wird, als wenn es erst seit einem Jahr

erfolgreich ist. Es ist also kein Zufall, dass sich im Alltag Aktivitäten wie intermittierendes Fasten, Meditation oder Hanteltraining dauerhaft halten, während viele neue Trends nach kurzer Zeit scheitern.

Die Lindy-Regel ist kein eisernes Gesetz, aber eine gute Faustregel, die man anwenden kann, wenn man über die Aussichten der nächsten glitzernden App nachdenkt, die die Welt revolutionieren soll. Denken Sie daran, dass die E-Mail lange vor der SMS-Technologie eingeführt wurde, und die E-Mail gibt es immer noch, während die SMS fast ausgestorben ist.

Lindy und die ältesten Unternehmen der Welt

Anders als bei uns Menschen, bei denen die Wahrscheinlichkeit zu sterben mit zunehmendem Alter steigt, ist es bei Unternehmen umgekehrt. Auch Unternehmen durchlaufen einen Zyklus von Geburt, Wachstum, Reife, Verfall und Tod. Während die Lebenserwartung der Menschen steigt, also der Abstand zwischen Geburt und Tod immer größer wird, verkürzt sich der Lebenszyklus vieler Unternehmen, wie Studien des Santa Fe Institute und anderer zeigen.

Auf der anderen Seite gibt es Unternehmen, die Jahrzehnte und Jahrhunderte überdauert haben. Das älteste Unternehmen der Welt war das japanische Bauunternehmen Kongo Gumi, das sich auf den Bau buddhistischer Tempel spezialisiert hatte. Bis zu seiner Übernahme im Jahr 2006 war das Unternehmen über 1.400 Jahre im Geschäft. In Europa ist das St. Peter Stiftskulinarium in Salzburg seit der Zeit Karls des Großen im Geschäft, also seit über 1.200 Jahren. Die Lebenserwartung solcher Unternehmen, die eine wichtige Schwelle in ihrem Leben überschritten haben, steigt mit zunehmendem Alter - der Lindy-Effekt ist also am Werk.

Die ältesten börsennotierten Unternehmen der Welt

Deutschland		USA		Europa (ohne Deutschland)	
Unternehmen	Ursprünge ab	Unternehmen	Ursprünge ab	Unternehmen	Ursprünge ab
Leoni AG	1569	The Bank of New York Mellon Corporation	1784	Stora Enso Oyj	1288
Deutsche Börse	1585	State Street Corporation	1792	Orkla ASA	1654
Merck KGaA	1668	Cigna Corporation	1792	Barclays plc	1690
Koenig & Bauer AG	1817	JPMorgan Chase & Co.	1799	London Stock Exchange Group Plc	1698
Salzgitter AG	1858	DuPont de Nemours, Inc.	1802	GlaxoSmithKline plc	1715
Bayer AG	1863	Colgate-Palmolive Company	1806	Royal Bank of Scotland Group plc	1727
Commerzbank AG	1870	The Hartford Financial Services Group, Inc.	1810	Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	1742
Sartorius AG	1870	Citigroup Inc.	1812	LVMH	1743
Deutsche Bank AG	1870	Bunge Limited	1818	Lloyds Banking Group plc	1765
Continental AG	1871	Procter & Gamble Company	1837	Bank of Ireland Group plc	1783

Quelle: Internet diverse, Wikipedia

Ist die Denkfalle „survivorship bias“ am Werk?

Der geneigte Leser wird an dieser Stelle den so genannten „survivorship bias“ wittern, eine kognitive Verzerrung. Dieser besagt, dass die Unternehmen, die es nicht geschafft haben und nun auf dem Friedhof liegen, bei der Betrachtung der heutigen Gewinner ausgeblendet werden. Aber darum geht es hier nicht. Es geht darum, dass je länger ein Unternehmen existiert, desto höher ist die implizite Wahrscheinlichkeit, dass es noch länger existieren wird. Das liegt daran, dass die Unternehmen, die am längsten überlebt haben - indem sie mehrere Konjunkturzyklen und Wettbewerber überlebt haben - die robustesten sind und daher am wenigsten wahrscheinlich untergehen werden.

Die überlebenden Unternehmen verfügen meist über breite Burggräben

Überträgt man die Lindy-Regel auf die Suche nach guten Aktienanlagen, so sind für uns als Langfristinvestoren die Ausreißer, die atypischen Überlebenden, am interessantesten. Jene Unternehmen, die viele Krisen und Rezessionen erfolgreich überstanden haben und im Idealfall sogar gestärkt daraus hervorgegangen sind. Diese Unternehmen verfügen offensichtlich über den berühmten „ökonomischen Burggraben“. Dieser von Warren Buffett geprägte Begriff steht für die Widerstandsfähigkeit eines Geschäftsmodells, eine hohe Rentabilität und Eintrittsbarrieren für Wettbewerber. Der Burggraben steht letztlich für die Nachhaltigkeit von Überrenditen auf das eingesetzte Betriebskapital und ist daher sehr begehrt.

Obwohl viele Unternehmen behaupten, durch einen Burggraben geschützt zu sein, ist dies nur selten der Fall. Nach Analysen von Morningstar verfügen in den USA nur etwa 100 von 1.700 analysierten Unternehmen über einen sehr breiten Burggraben. Viele Wettbewerbsvorteile stehen auf wackeligen Füßen, insbesondere technologische Vorteile sind unsicher.

Unternehmen verschiedener Sektoren haben größere wirtschaftliche Burggräben

Deutlich größere Wettbewerbsvorteile sehen wir in den Sektoren Konsum- und Luxusgüter. Wir glauben, dass starke Verbrauchermarken Lindy-kompatible Anti-Aging-Eigenschaften aufweisen können. Je mehr ein Unternehmen durch Werbung oder Forschung und Entwicklung in seine Marken investiert, desto stärker und resonanter werden die Marken und desto loyaler wird die Kundenbasis.

Auch Börsenbetreiber verfügen über jahrhundertealte nachhaltige Burggräben (Handelsliquidität führt zu Kundenbindung und damit zu mehr Liquidität), ebenso die noch jüngeren Zahlungsdienstleister und Ratingagenturen aufgrund von Skaleneffekten und ihrer starken Vernetzung mit den Kunden. Auch Finanzunternehmen sind oft langfristig erfolgreich, aber wir investieren aus grundsätzlichen Erwägungen nicht in Banken (wohl aber in Versicherungen). Auch Technologie- und Softwareunternehmen können „lindy“ sein - viele Unternehmen in diesem Sektor sind bereits seit den 1970er Jahren erfolgreich am Markt, als die Branche noch in den Kinderschuhen steckte.

Erzielen Aktien alter Unternehmen stabilere (und höhere Renditen) als „Newcomer“?

Dass Aktien von Unternehmen, die schon länger existieren, in der Regel auch höhere und stabilere Renditen erzielen als „Anti-Lindy“-Unternehmen, wurde in mehreren Langfriststudien nachgewiesen, unter anderem von Credit Suisse (2018), Robeco SAM (2018) und Dimensional Fund Advisor (2017). Auch in Deutschland konnten Anleger während der Blase am Neuen Markt beobachten, wie neue Unternehmen kurzfristig einen Hype erlebten, langfristig aber überwiegend scheiterten.

Ein konkretes Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit ist der Vergleich der Kursentwicklung des „ARK Innovation ETF“ der bekannten US-amerikanischen Fondsmanagerin Cathie Wood mit einem etablierten Index etablierter Unternehmen.

Der ARK Innovation ETF enthält überwiegend Unternehmen, die neu am Markt sind und noch keine lange Erfolgsgeschichte vorweisen können. Diese Unternehmen können aufgrund ihrer geringen Erfahrung und der Unsicherheiten, die mit neuen Geschäftsmodellen und Produkten verbunden sind, ein höheres Risiko für Anleger darstellen. Sie stehen damit in klarem Gegensatz zu etablierten Unternehmen mit profitablen Geschäften, wie sie unter anderem bei den Dividendenaristokraten zu finden sind. Sowohl Dividenden als auch Dividendenaristokraten sind „lindy“, denn der

Indexanbieter S&P definiert Dividendenaristokraten als Unternehmen, die ihre Dividende mindestens 25 Jahre in Folge erhöht haben.

Die Kursentwicklung der beiden Basiswerte erinnert an das berühmte Rennen zwischen Schildkröte und Hase. Zunächst läuft der übermotivierte Hase (= die neuen Unternehmen) der Schildkröte (= die alten Unternehmen) voraus. Doch am Ende siegt das Bewährte über die Hoffnung.

Lindy-Unternehmen mit höheren und stabilen Renditen



Kurshistorie minus 5 Jahre, indiziert am 9.3.2018 auf 100, inklusive Dividenden

Quelle: Bloomberg, Yahoo

Eignet sich der Lindy-Effekt also für die Auswahl von Unternehmen für ein Aktienportfolio?

Die Lindy-Regel gehört als Denkmodell in den Werkzeugkasten jedes guten Investors. Anlegerinnen und Anleger, die diese Regel nicht kennen, verfallen mitunter der Neomanie: Sie bewerten das Neue immer und unkritisch besser als das Alte. Dank Lindy lassen sich Hype-Themen (und die Scharlatane, die sie vermarkten) daher oft sehr schnell entlarven.

Alt ist aber nicht gleich gut, und viele Unternehmen, die schon lange existieren, erwirtschaften keine dauerhaft hohen Überrenditen und schaffen damit keine hohen Werte für Investoren. Es gehört daher zu den Aufgaben eines Portfoliomanagers und Analysten, auch bei alten Unternehmen die Spreu vom Weizen zu trennen und den langfristigen Wachstumstrend abzuschätzen.

Generell ist es jedoch zielführend, den ohnehin unvermeidlichen Survivorship Bias in Kauf zu nehmen und verstärkt Aktien aus einem Universum von Unternehmen auszuwählen, die bereits zu den langfristigen Gewinnern zählen. Diese sollten aufgrund ihres Alters, ihrer Beständigkeit und ihrer Wettbewerbsvorteile verlässlicher und langlebiger sein als viele Newcomer. Sie haben nicht nur Krisen überstanden, sondern auch die Chance, ihren sich selbst verstärkenden Erfolgszyklus fortzusetzen und den Mechanismen zu widerstehen, die viele andere Unternehmen unter Druck setzen.

Kurzum: sie dürften ihre besten Jahre noch vor sich haben. Wir haben bereits einige dieser Unternehmen in unserem Fonds, deren Durchschnittsalter 115 Jahre beträgt. Wir hoffen, diese Unternehmen auch in zehn Jahren noch im Fonds halten zu können.

Unternehmen mit langer Historie im Kahler & Kurz Aktienfonds

Atlas Copco (1873)



LVMH (1743 / 1854)



Unilever (1888 bis 1929)



Münchener Rück (1880)



Deutsche Börse (ab 1585)



Sartorius (1870)



Quelle: Unternehmen, Wikipedia

Christian Kahler

Geschäftsführender Gesellschafter

Kahler & Kurz Capital GmbH

Bei diesen Inhalten handelt es sich grundsätzlich um Marketingmitteilungen und nicht um Finanzanalysen. Sie stellen weder eine Anlageberatung bzw. Anlageempfehlung, noch ein Angebot bzw. eine Empfehlung oder Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf bzw. Verkauf der genannten Finanzprodukte dar. Sofern wir in den vorgenannten Informationen Wertentwicklungen und/oder Beispielrechnungen dargestellt haben, lassen diese keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft, zudem wird auf das Risiko bei Geschäften in Finanzprodukte hingewiesen.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir als verlässlich und vollständig ansehen. Wir haben sie sehr sorgfältig recherchiert und nach bestem Wissen und Gewissen zusammengestellt, die Weitergabe erfolgt jedoch ohne Gewähr. Wir übernehmen weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit des Inhalts der angeführten Informationen. Ferner haften wir nicht für Verluste oder Schäden gleich welcher Art, die durch oder in Zusammenhang mit dem Zugriff auf unsere Webseite bzw. derer Nutzung oder im Vertrauen auf den Inhalt der angeführten Informationen entstehen.

Änderungen ohne vorherige Ankündigung sind jederzeit vorbehalten.