



WARREN BUFFETT
LAWRENCE A. CUNNINGHAM

**DIE
VON**
ESSAYS
WARREN
BUFFETT

FBV

Die wichtigsten Lektionen für
Investoren und Unternehmer

WARREN BUFFETT
LAWRENCE A. CUNNINGHAM

**DIE
VON** **ESSAYS**
WARREN **BUFFETT**

Die wichtigsten Lektionen für
Investoren und Unternehmer

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

info@finanzbuchverlag.de

3. Auflage 2020

© 2018 by FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH

Nymphenburger Straße 86

D-80636 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

Copyright der Originalausgabe: © Lawrence A. Cunningham, 1995, 1997, 2001, 2008, 2013, and 2015. Includes previously copyrighted materials, © Warren E. Buffett, reprinted with permission.

Die englische Originalausgabe erschien 2015 bei The Cunningham Group & Carolina Academic Press unter dem Titel *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America. Selected, arranged, and introduced by Lawrence A. Cunningham.*

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Übersetzung: Horst Fugger

Redaktion: Desirée Šimeg

Umschlaggestaltung: Isabella Dorsch

Umschlagabbildung: Getty Images/Paul Morigi

Satz: Carsten Klein, Torgau

Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

Printed in Germany

ISBN Print 978-3-95972-003-8

ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-969-5

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-970-1

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de.

INHALT

Vorwort	7
Einführung	11
Unternehmensführung	14
Finanzierung und Investitionen	19
Alternative Investments.....	26
Stammaktien	28
Fusionen und Übernahmen.....	32
Bewertung und Rechnungslegung.....	35
Betrügereien bei der Rechnungslegung.....	38
Besteuerung	40
Prolog: Eigentümerbezogene Prinzipien der Geschäftsführung	41
I. Unternehmensführung	55
A. Vollständige und faire Offenlegung.....	56
B. Aufsichtsrat und Manager	60
C. Die Ängste bei Unternehmensschließungen.....	74
D. Soziale Vereinbarungen	82
E. Eine Methode von Unternehmensspenden nach dem Willen der Eigentümer.....	84
F. Ein grundlegender Ansatz zur Entlohnung von Führungskräften..	93
G. Risiko, Reputation und Aufsicht.....	105
H. Unternehmenskultur	109
II. Finanzierung und Investitionen	111
A. Farmen, Immobilien und Aktien.....	112
B. Mr. Market	116
C. Arbitrage	121

D. Das vorherrschende Dogma hat ausgedient	129
E. Value-Investing: ein Pleonasmus	140
F. Intelligentes Investieren.....	148
G. Zigarrenstummel und der institutionelle Zwang.....	156
H. Leben und Schulden.....	160
III. Alternative Investments	165
A. Ein Überblick.....	165
B. Junk-Bonds und die Dolchthese.....	171
C. Nullcouponanleihen (Zerobonds) und Skimasken.....	179
D. Vorzugsaktien (Preferred Stock).....	187
E. Derivate	200
F. Fremdwährungen und ausländische Aktien	211
G. Wohneigentum: Praxis und Politik	218
IV. Stammaktien.....	223
A. Der Fluch des Tradings: Transaktionskosten.....	224
B. Den richtigen Investorentyp anziehen	230
C. Dividendenpolitik und Aktienrückkäufe	231
D. Aktiensplits und der unsichtbare Fuß.....	244
E. Aktionärsstrategien.....	247
F. Berkshires Rekapitalisierung.....	249
G. Berkshires Dividendenpolitik.....	254
V. Fusionen und Unternehmenskäufe	261
A. Schlechte Motive und hohe Preise	262
B. Vernünftige Aktienrückkäufe versus Erpressung.....	275
C. Leveraged Buy-outs	275
D. Vernünftige Akquisitionsstrategien.....	279
E. Der Verkauf des eigenen Unternehmens	283
F. Der Käufer der Wahl	288

VI. Bewertung und Rechnungslegung	293
A. Aesop und die Theorie vom ineffizienten Busch.....	293
B. Innerer Wert, Buchwert und Marktpreis.....	298
C. Wirtschaftlich konsolidierte Gewinne (Look-Through-Earnings) ...	305
D. Wirtschaftlicher versus bilanzieller Goodwill	311
E. Eigentümergewinne und der Cashflow-Trugschluss.....	324
F. Optionsbewertung	334
VII. Betrügereien bei der Rechnungslegung	339
A. Satire	341
B. Standards setzen.....	349
C. Aktienoptionen	351
D. »Restrukturierungskosten«.....	356
E. Pensionsschätzungen und Vergütungen für Ruheständler	360
F. Die Umsetzung.....	364
VIII. Besteuerung	367
A. Die Verteilung der Belastung durch Unternehmenssteuern.....	368
B. Besteuerung und Investmentphilosophie	371
IX. 50 Jahre Berkshire – und es geht weiter	377
A. Konglomerat und Nachfolge	377
B. Munger zum »Berkshire-System«	392
C. Methusalems Besitz	398
Stichwortverzeichnis	403
Glossar	409
Die Anordnung der Essays	412

VORWORT

Das Jahr 2015 markiert das 50-jährige Jubiläum von Berkshire Hathaway unter Warren Buffetts Führung. Ein denkwürdiger Meilenstein. Seine Amtszeit bedeutet einen Rekord für einen CEO, nicht nur was die Dauer, sondern auch was die Wertschöpfung und die Unternehmensphilosophie betrifft. Die vierte Ausgabe von *Die Essays von Warren Buffett* feiert das 20-jährige Jubiläum der Erstausgabe. Es ist das Buch, das Buffetts Gedanken am klarsten ausdrückt; seine Popularität und Langlebigkeit sind ein Beleg für das weitverbreitete Interesse an dieser einzigartigen Sammlung seiner Gedanken, die umfassend und verständlich ist, ohne sich zu wiederholen.

Die erste Ausgabe von *Die Essays von Warren Buffett* war das Herzstück eines Symposiums, das vor zwei Jahrzehnten unter der Schirmherrschaft des Heyman Center on Corporate Governance an der Benjamin N. Cardozo School of Law abgehalten wurde. Damals begegneten sich dort Hunderte von Studenten, die zwei Tage lang alle Ideen in diesem Text analysierten, was zu engagierten Debatten unter etwa 30 angesehenen Professoren, Investoren und Managern führte. Warren Buffett und Charles T. Munger, Vice Chairman von Berkshire, nahmen an diesen Diskussionen teil und saßen dabei in der ersten Reihe.

In den beiden Jahrzehnten seit der Erstveröffentlichung habe ich dieses Buch in meinen Vorlesungen und Seminaren an vier verschiedenen Universitäten oft als Lehrmaterial verwendet. Dutzende andere Professoren an anderen Universitäten haben es in Seminaren über Investitionen, Finanzen und Buchhaltung genutzt. Investmentfirmen haben es an ihre Angestellten und Kunden im Rahmen von Ausbildungsprogrammen verteilt. Ich bin all diesen Studenten, Lehrern und anderen Lesern für ihr

positives Feedback dankbar und freue mich, dass diese Lektionen tatsächlich gelehrt werden.

Ebenso wie frühere Ausgaben von *Die Essays von Warren Buffett* wahrt auch diese die Architektur und die Philosophie der Erstausgabe, fügt aber Teile aus den zuletzt erschienenen Briefen Buffetts an seine Aktionäre hinzu, einschließlich seines Rückblicks zum 50. Jubiläum. All diese Briefe sind zu einem Ganzen verwoben, das sich liest wie die vollständige und kohärente Beschreibung einer vernünftigen Unternehmens- und Investitionsphilosophie. Als Hilfe für alle Leser und zur Information der Leser früherer Ausgaben darüber, was an dieser Ausgabe neu ist, zeigt eine Übersicht am Ende des Buchs die Stellen, an denen Auszüge aus den Aktionärsbriefen bestimmter Jahre aufgenommen wurden. Die jeweiligen Jahresberichte werden durch Fußnoten genannt. Um den Textfluss nicht unnötig zu unterbrechen, wurden Auslassungen innerhalb eines Texts nicht durch Auslassungspunkte markiert.

Die neue Ausgabe ist nicht etwa deshalb angezeigt, weil sich an den Grundlagen von Buffetts vernünftiger Unternehmens- und Investmentphilosophie etwas geändert hätte, sondern weil diese Philosophie jeweils im Kontext der aktuellen Ereignisse und Unternehmensbedingungen ihren Ausdruck findet. Daher ist eine regelmäßige Aktualisierung erforderlich, um die Gültigkeit zu bewahren.

Bei der Vorbereitung früherer Ausgaben haben mir zahlreiche Menschen geholfen, denen ich in diesen Ausgaben gedankt habe, und das möchte ich hier noch einmal tun. Vor allem danke ich Warren Buffett. Seine Großzügigkeit hat nicht nur das Symposium ermöglicht, seine persönliche Teilnahme hat es enorm bereichert. Für mich ist es eine große Ehre, dass er mir das Arrangement sowie die fortdauernde Veröffentlichung seiner Briefe anvertraut hat. Auch sein Partner Charlie Munger verdient meinen ausdrücklichen und wiederholten Dank. Er hat am Symposium im Jahr 1996 nicht nur selbst teilgenommen, sondern er übernahm von seinem Sitz in der ersten Reihe aus spontan und großzügig auch die Leitung einer Diskussionsrunde. Zudem hat er mir erlaubt, einige seiner Briefe in die hier vorliegende Sammlung aufzunehmen, darunter auch seinen Rückblick zum 50. Jubiläum.

Bei Berkshires Hauptversammlung im Jahr 2011 betonte Charlie mir gegenüber, wie sehr sich Berkshire in den 15 Jahren seit unserem Symposium verändert habe – und wie sehr es sich dennoch treu geblieben

sei. Damals sah Berkshire wie ein Investmentfonds aus: 80 Prozent der Assets waren in Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen investiert, 20 Prozent in Unternehmen, die Berkshire vollständig gehörten. Heute hat sich dieses Verhältnis umgekehrt, und Berkshire gleicht eher einem Konglomerat. Doch damals wie heute eint das Unternehmen und seine einzelnen Teile ein Bestand gemeinsamer Wertvorstellungen. Diese Werte hat Buffett an der Spitze des Unternehmens formuliert, und sie sind der Geist dieses Buchs.

Ich danke den Tausenden überzeugten Fans, Anhängern und Freunden, die in den vergangenen 20 Jahren eifrige Leser von *Die Essays von Warren Buffett* waren, und freue mich auf die Fortsetzung unserer Reise.

Lawrence A. Cunningham
New York City
November 2015

EINFÜHRUNG

Erfahrene Leser von Warren Buffetts Briefen an die Aktionäre von Berkshire Hathaway Inc. haben enorm wertvolle informelle Informationen erhalten. Die Briefe fassen in einfachen Worten alle Grundprinzipien vernünftiger Geschäftsführung zusammen. Von der Auswahl der Manager und Investments über die Unternehmensbewertung bis hin zur profitablen Auswertung von Finanzinformationen sind seine Texte von Weitsicht und tiefer Weisheit geprägt.

Durch die Zusammenstellung dieser Texte als themenbezogene Essays bietet diese Sammlung eine Synthese der allgemeinen Unternehmens- und Investmentphilosophie, gedacht für die Verbreitung unter einer breiten Leserschaft.

Das zentrale Thema, das Buffetts brillante Essays miteinander verbindet, ist die Botschaft, dass Investmententscheidungen nach den Prinzipien der Fundamentalanalyse getroffen werden sollten. Erstmals formuliert wurden sie von seinen Lehrern Ben Graham und David Dodd. Mit diesem Thema verbunden sind Managementprinzipien, die die angemessene Rolle von Unternehmensmanagern als Verwalter des investierten Kapitals und die angemessene Rolle der Aktionäre als Geber und Eigentümer des Kapitals definieren. Aus diesen Hauptthemen gehen praktische und sinnvolle Lehren hervor, die das gesamte Spektrum wichtiger Unternehmensthemen umfassen, von der Buchhaltung über Fusionen bis hin zur Bewertung.

Buffett hat diese traditionellen Prinzipien als Chief Executive Officer (CEO) von Berkshire Hathaway angewandt, einem Unternehmen mit Wurzeln in einer Gruppe von Textilfirmen, die ihren Ursprung im frühen 19. Jahrhundert haben. Buffett führt Berkshire seit 1965. Damals lag der

Buchwert je Aktie bei 19,46 Dollar, der innere Wert war weit niedriger. Heute beträgt der Buchwert je Aktie etwa 100 000 Dollar, und der innere Wert liegt noch wesentlich höher. Die durchschnittliche Steigerung des Buchwerts je Aktie erreichte in diesem Zeitraum im Durchschnitt 20 Prozent jährlich.

Heute ist Berkshire eine Holding, die in 80 verschiedenen Geschäftsbereichen aktiv ist. Der wichtigste Bereich sind Versicherungen. Dazu gehören mehrere Tochterunternehmen, darunter die hundertprozentige Tochter Geico Corporation, die zu den größten Kfz-Versicherern in den USA zählt, und General Re Corporation, einer der weltweit größten Rückversicherer. Im Jahr 2010 kaufte Berkshire das Unternehmen Burlington Northern Santa Fe, eine der größten Eisenbahngesellschaften Nordamerikas, und hat lange Zeit große Energieunternehmen besessen und betrieben.

Einige von Berkshires Tochterunternehmen sind sehr groß. Zehn von ihnen würden zur Fortune-500-Liste zählen, wenn sie eigenständige Firmen wären. Die anderen Beteiligungen sind so riesig, dass Buffett zu Recht schreibt: »Wenn man Berkshire betrachtet, sieht man die ganze amerikanische Unternehmenslandschaft.« Dazu zählen Nahrungsmittel, Kleidung, Baustoffe, Werkzeuge, Ausrüstung, Zeitungen, Bücher, Transportdienstleistungen und Finanzprodukte, um nur einige Felder zu nennen. Zudem besitzt Berkshire große Aktienpakete bedeutender Unternehmen – etwa American Express, Coca-Cola, IBM und Wells Fargo –, zudem die Hälfte aller Aktien von Heinz sowie eine wertvolle Option, einen bedeutenden Anteil der Bank of America zu erwerben.

Warren Buffett und Berkshires Vice Chairman Charles Munger haben dieses Imperium errichtet, indem sie in von herausragenden Managern geführte Firmen mit ausgezeichneten wirtschaftlichen Eigenschaften investierten. Sie bevorzugten zwar vereinbarte, vollständige Firmenübernahmen zu angemessenen Preisen, aber sie sind flexibel und kaufen auf dem freien Markt auch weniger als 100 Prozent einer Firma, wenn der Preis je Aktie weit niedriger ist als bei einer vollständigen Übernahme.

Diese flexible Strategie macht sich angenehm bezahlt. Der Wert der marktfähigen Wertpapiere je Aktie in Berkshires Portfolio stieg von 4 Dollar im Jahr 1965 auf mehr als 140 000 Dollar je Aktie im Jahr 2015, was einer jährlichen Steigerung von 19 Prozent entspricht. Die operativen Gewinne je Aktie stiegen im selben Zeitraum von etwas mehr als 4 Dollar auf

fast 11 000 Dollar – ein jährlicher Zuwachs von etwa 20,6 Prozent. Buffett zufolge sind diese Ergebnisse nicht die Folge eines Masterplans, sondern konzentrierten Investierens, also der Allokation von Kapital durch Konzentration auf von erstklassigen Managern geführte Unternehmen mit herausragenden ökonomischen Eigenschaften.

Buffett sieht Berkshire als Partnerschaft zwischen ihm selbst, Munger und anderen Anteilseignern. Fast sein gesamtes Vermögen ist in Berkshire-Aktien investiert. Sein wirtschaftliches Ziel ist langfristig ausgerichtet: die Maximierung des inneren Werts der Berkshire-Aktien durch das vollständige oder teilweise Eigentum an einer diversifizierten Gruppe von Unternehmen, die Cash und überdurchschnittliche Renditen generieren. Um dieses Ziel zu erreichen, meidet Buffett die Expansion um der Expansion willen und den Verkauf von Unternehmen, solange diese Cash generieren und gut geführt werden. Berkshire behält Gewinne ein und reinvestiert sie, wenn dies auf lange Sicht zumindest zu einem angemessenen Anstieg des Börsenwerts je Aktie führt. Kredite werden nur selten aufgenommen, und Aktien werden nur dann verkauft, wenn der Preis dem inneren Wert entspricht. Buffett dringt tief in Bilanzregeln ein, vor allem in solche, die den tatsächlichen wirtschaftlichen Ertrag verschleiern.

Diese »eigentümerbezogenen Prinzipien der Geschäftsführung«, wie Buffett sie nennt, sind die Themen, nach denen die Essays in diesem Buch angeordnet sind. Auf diese Weise entsteht ein anschauliches und informatives Handbuch über Management, Finanzierung und Bilanzierung. Buffetts Grundprinzipien sind das Gerüst einer Vielzahl von Stellungnahmen zu Themen, die in allen Bereichen des Wirtschaftslebens existieren. Sie sind viel mehr als lediglich abstrakte Binsenweisheiten. Investoren sollten sich auf Fundamentaldaten konzentrieren, geduldig sein und auf der Grundlage des gesunden Menschenverstands vernünftige Entscheidungen treffen. In Buffetts Essays werden diese Ratschläge in den konkreten Prinzipien verankert, nach denen er lebt und strebt.

UNTERNEHMENSFÜHRUNG

Für Buffett sind Manager die Verwalter des Aktionärskapitals. Wenn sie geschäftliche Entscheidungen treffen, denken die besten Manager so, als wären sie die Eigentümer. Die Interessen der Aktionäre liegen ihnen am Herzen. Doch selbst erstklassige Manager haben manchmal Interessen, die im Widerspruch zu jenen der Aktionäre stehen. Wie man solche Konflikte abmildert und die Kapitalverwaltung durch das Management fördert, war in Buffetts langer Karriere immer ein wichtiger Aspekt. Dies ist auch ein bedeutendes Thema seiner Essays; sie behandeln einige der wichtigsten Probleme der Unternehmensführung.

Das erste Problem ist die Bedeutung von Freimütigkeit und Aufrichtigkeit in der Kommunikation der Manager mit den Aktionären. Buffett schildert die Dinge stets so, wie sie sind, beziehungsweise so, wie sie seiner Ansicht nach liegen, und beklagt, dass er damit einer Minderheit angehört. Berkshires Jahresbericht ist keine Hochglanzbroschüre. Buffett bereitet den Inhalt auf, indem er Worte und Zahlen verwendet, die durchschnittlich intelligente Menschen verstehen können, und alle Investoren erhalten dieselben Informationen zur selben Zeit. Buffett und Berkshire meiden Prognosen, denn diese sind eine schlechte Angewohnheit von Managern, die nur allzu oft dazu führt, dass andere Manager ihre Finanzberichte frisieren.

Neben der Orientierung an den Eigentümern, die sich in Buffetts Berichtspraxis und in den eigentümerbezogenen Prinzipien der Geschäftsführung ausdrückt, lautet die nächste Lektion für Manager, auf Formeln der Managementstruktur zu verzichten. Im Gegensatz zu den Lehrbuchregeln über Organisationsverhalten ist es in seinen Augen wenig sinnvoll, auf eine bestimmte Geschäftssituation eine abstrakte Befehlskette anzuwenden. Worauf es ankommt, ist die Auswahl von fähigen, ehrlichen und sorgfältigen Mitarbeitern. Erstklassige Leute im Team zu haben, ist wichtiger, als Hierarchien zu entwerfen und zu klären, wer worüber und wann an wen berichtet.

Besondere Aufmerksamkeit muss man auf die Auswahl eines Chief Executive Officer (CEO) verwenden, und zwar aufgrund der drei Hauptunterschiede, die Buffett zwischen CEOs und anderen Angestellten feststellt. Erstens: Die Standards zur Leistungsmessung eines CEO sind nicht adäquat oder leicht zu manipulieren. Daher ist seine Leistung schwerer

zu messen als die der meisten Angestellten. Zweitens: Der CEO hat keinen Vorgesetzten, also kann man auch die Leistung seines Vorgesetzten nicht messen. Drittens: Ein Aufsichtsrat kann diese Vorgesetztenfunktion nicht erfüllen, weil die Beziehung zwischen CEOs und Ratsgremien in der Regel kongenial ist.

Bedeutende Reformen haben oft zum Ziel, die Interessen von Management und Aktionären auf eine Linie zu bringen oder die Kontrolle des Aufsichtsrats über den CEO zu stärken. Aktienoptionen für Manager wurden als eine Methode gelobt – eine stärkere Betonung der Prozesse im Aufsichtsrat war eine andere. Gepriesen wurden zudem eine Trennung der Funktionen des Aufsichtsratsvorsitzenden und des CEO, die Einführung einer permanenten Rechnungslegung oder Gremien, die den CEO ernennen und dessen Bezüge festlegen. Doch keine dieser Neuerungen hat die Probleme der Unternehmensführung gelöst, manche wurden dadurch sogar noch verschlimmert.

Nach Buffetts Überzeugung ist die beste Lösung, sehr sorgfältig bei der Auswahl eines CEO vorzugehen, der auch in einem schlechten Unternehmensumfeld gute Arbeit leistet. In börsennotierten Unternehmen müssen große institutionelle Anteilseigner ihre Macht nutzen, um CEOs abzulösen, die die Anforderungen der Unternehmensführung nicht erfüllen. Hervorragende CEOs brauchen nicht viele Anleitungen durch die Eigentümer, obwohl sie davon profitieren können, wenn der Aufsichtsrat ähnlich hervorragend ist. Daher muss man auch die Mitglieder des Aufsichtsrats nach ihrem Geschäftssinn, ihren Interessen und ihrer Orientierung an den Interessen der Eigentümer auswählen. Laut Buffett ist eines der größten Probleme in den Aufsichtsräten amerikanischer Unternehmen, dass ihre Mitglieder aus anderen Gründen ausgewählt werden, etwa um Leute aus verschiedenen Bereichen, Prominente und vor allem Unabhängige im Gremium zu haben.

Die meisten Reformen sind zu undifferenziert, um den wichtigsten Aufsichtsratssituationen gerecht zu werden, die Buffett unterscheidet. Zum Beispiel ist die Macht des Aufsichtsrats dann am geringsten, wenn der Mehrheitsaktionär gleichzeitig der Geschäftsführer ist. Wenn es zu Meinungsverschiedenheiten zwischen dem Aufsichtsrat und der Geschäftsführung kommt, kann ein Aufsichtsratsmitglied nicht viel mehr tun, als seinen Widerspruch zu äußern und schlimmstenfalls seinen Posten zu verlassen. Die Macht eines Aufsichtsratsmitglieds ist andererseits dann

am größten, wenn es einen Mehrheitsaktionär gibt, der sich nicht in die Geschäftsführung einmischt. Wenn es zu Differenzen kommt, kann der Aufsichtsrat die Angelegenheit direkt dem Mehrheitsaktionär vorlegen.

Meist ist es jedoch so, dass es keinen Mehrheitsaktionär gibt. Bei solchen Unternehmen wiegen die Managementprobleme nach Buffetts Meinung am schwersten. Es wäre hilfreich, könnten Aufsichtsratsmitglieder die nötige Disziplin aufbringen, doch die Gleichheit der Interessen steht dem meist im Weg. Nach Buffetts Meinung kann die Effektivität des Aufsichtsrats maximiert werden, wenn er nur aus wenigen außenstehenden Mitgliedern besteht. Die Rücktrittsdrohung ist für ein Aufsichtsratsmitglied in solchen Situationen eine starke Waffe.

All diesen Situationen ist eines gemeinsam: Man kann einen schlechten Manager viel einfacher aufhalten oder entlassen als einen mittelmäßigen. Das wichtigste Problem in allen Führungsstrukturen ist nach Buffetts Meinung, dass es in den amerikanischen Unternehmen keine regelmäßigen Sitzungen gibt, in denen Manager in deren Abwesenheit beurteilt werden. Solche Sitzungen ohne den CEO, in denen dessen Leistung evaluiert wird, wären ein klarer Fortschritt auf dem Gebiet der Unternehmensführung.

Die CEOs von Berkshires Tochterunternehmen genießen eine einzigartige Stellung in der amerikanischen Wirtschaft. Ihnen werden einige simple Regeln vorgegeben: Sie sollen ihre Firmen so führen, als wären sie (1) deren Alleineigentümer, als wären diese Firmen (2) ihr einziges Asset, und so, als könnten sie (3) diese Firmen 50 Jahre lang nicht verkaufen oder fusionieren. Daher können Berkshire-CEOs ihre Unternehmen auf sehr lange Sicht führen. CEOs börsennotierter Unternehmen, deren kurzfristig orientierte Aktionäre darauf drängen, dass stets die jüngste Schätzung der Quartalsgewinne erreicht wird, ist diese Einstellung fremd. Natürlich sind kurzfristige Gewinne wichtig, doch Berkshires Philosophie vermeidet jeden Druck, sie zu erreichen, wenn dies die langfristigen Wettbewerbsvorteile schwächt.

Würden nur kurzfristige Resultate zählen, dann wären viele Entscheidungen der Geschäftsführung viel einfacher. Vor allem solche, die mit Geschäften verbunden sind, deren ökonomische Eigenschaften verloren gegangen sind. Bedenken Sie den Zeithorizont, den Buffett meistern musste, um das schlechteste Investment zu managen, das er seiner Meinung nach je getätigt hat, nämlich Berkshire überhaupt zu kaufen.

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen von Berkshires altem Textilgeschäft begannen sich in den späten 1970er-Jahren massiv zu verschlechtern. Buffett hatte gehofft, einen Ausweg aus der Misere zu finden. Es sah, wie wichtig Berkshires Textilgeschäft für die Angestellten und die umliegenden Gemeinden in New England war und wie ein fähiges und verständnisvolles Management zusammen mit den Angestellten mit der wirtschaftlichen Situation umging. Er hielt die schwächelnde Fabrik bis 1985 am Leben – doch am Ende schloss er sie, da es ihm nicht gelang, die wirtschaftliche Trendwende zu vollziehen. Diese Abwägung kurzfristiger Resultate gegen langfristige Aussichten auf der Grundlage gegenseitigen Vertrauens ist nicht einfach, aber sie ist klug.

Ähnliche Lektionen beziehen sich auf andere Sektoren, in die Berkshire investiert, zum Beispiel auf das Zeitungsgeschäft im Internetzeitalter und auf stark regulierte Branchen wie Energie und Eisenbahnen, in denen Buffett einen impliziten Sozialvertrag zwischen Privatunternehmen und Regulierungsbehörden sieht.

Manchmal sind Interessenkonflikte zwischen Geschäftsführung und Aktionären subtil oder missverständlich. Ein Beispiel sind Unternehmensspenden: In den meisten Unternehmen stiftet die Geschäftsführung einen Teil der Gewinne für wohltätige Zwecke. Die Empfänger werden von der Geschäftsführung ausgewählt – aus Gründen, die oft nichts mit den Interessen des Managements oder der Aktionäre zu tun haben. Die Gesetze in den meisten US-Bundesstaaten erlauben der Geschäftsführung, diese Entscheidung zu treffen, wenn sich die Gesamtsumme der Spenden innerhalb eines Jahres in einem vernünftigen Rahmen hält, in der Regel höchstens 10 Prozent der Nettogewinne.

Bei Berkshire läuft es anders. Auf der Ebene des Mutterunternehmens gibt es keine Spenden, sondern man erlaubt den Tochterfirmen, weiterhin der gleichen Wohlfahrtspolitik zu folgen, die dort schon vor dem Kauf durch Berkshire gepflegt wurde. Zwei Jahrzehnte lang wendete Berkshire allerdings ein einfallreiches Programm an, in dem die Aktionäre bestimmten, an welche Organisationen welche Summen gespendet wurden. Fast alle Aktionäre nahmen daran teil und spendeten jedes Jahr zweistellige Millionenbeträge an Tausende wohltätige Organisationen. Politischer Streit über das Thema Abtreibung stellte sich diesem Programm allerdings in den Weg. Politische Aktivisten organisierten Boykotts von Berkshire-Produkten, um gegen Spenden an bestimmte Organisationen zu

protestieren, und das zerstörte dieses Merkmal von Berkshires »partnerschaftlichem« Ansatz.

Der Plan, die Interessen der Geschäftsführung durch die Ausgabe von Aktienoptionen auf die Interessen der Aktionäre auszurichten, war nicht nur zu teuer, sondern er verbarg auf subtile Weise einen tieferen Graben zwischen diesen Interessen und den Optionen. Viele Unternehmen geben an ihre Manager Aktienoptionen aus, deren Wert einfach durch die Einbehaltung der Gewinne steigt statt durch eine überlegene Verwendung des Kapitals. Buffett erklärt allerdings, dass Manager, ohne für die Steigerung der Rentabilität einen Finger zu rühren, einfach dadurch jedes Jahr steigende Gewinne vorlegen, dass sie Gewinne einbehalten und reinvestieren. So schaden diese Optionen dem Vermögen der Aktionäre, und die Beute wird unter den leitenden Managern verteilt. Hinzu kommt, dass Gewinne aus den Optionen den Managern unwiderruflich und bedingungslos zustehen, wenn dies so vereinbart wurde. Die individuelle Leistung ist dabei unwichtig.

Buffett stimmt zu, dass man mit Aktienkultur eine Managementkultur fördern kann, die eigentümergehem Denken entspricht, aber die Übereinstimmung sei nicht perfekt. Die Aktionäre unterlägen dem Risiko suboptimaler Verwendung des Kapitals viel stärker als die Inhaber der Optionen. Daher ermahnt Buffett Aktionäre, die Pläne über Optionsprogramme lesen, sich der Asymmetrie einer solchen Verbindung bewusst zu sein. Viele Aktionäre ignorieren solche Pläne, aber dieses Thema sollte sie hellhörig machen, vor allem bei Unternehmen, die regelmäßig Verbesserungen der Unternehmensführung ankündigen.

Buffett betont, dass Leistung die Entscheidungsgrundlage hinsichtlich der Gehälter von Führungskräften sein sollte. Diese Leistung sollte an der Profitabilität gemessen werden, nach Abzug der kalkulatorischen Zinsen auf das eingesetzte Kapital und der einbehaltenen Gewinne. Wenn Aktienoptionen verwendet werden, sollten sie sich also auf die persönlichen Leistungen und nicht auf den Erfolg des Unternehmens beziehen, der Ausübungspreis sollte vom Wert des Unternehmens abhängig sein. Noch besser ist, sie – so wie bei Berkshire – nicht als Teil der Managergehälter einzusetzen. Außergewöhnlich gute Führungskräfte, die Boni für ihre Leistungen erhalten, können schließlich Aktien ihres Unternehmens kaufen, wenn sie wollen. Wenn sie das tun, so Buffett, »können sie sich wirklich in die Eigentümer hineinversetzen«. Und die Interessen der Ei-

gentümer sind für die Bezahlung von Führungskräften außerordentlich wichtig, so wie andere Themen der Unternehmensführung, die Buffett nennt, zum Beispiel Risikomanagement, Einhaltung der Vorschriften und Finanzberichterstattung.

Die Unternehmenskultur gehört zu den wichtigsten, aber am wenigsten quantifizierbaren Faktoren im Geschäftsleben. Bei Berkshire reicht diese Kultur tief. Sie beginnt mit dem Umgangston an der Unternehmensspitze am Hauptsitz in Omaha, der die Normen und Werte bestimmt, die diese Textsammlung prägen. Berkshires Kultur durchdringt auch die Tochterunternehmen und das Management der vielen verschiedenen Geschäftseinheiten, die Berkshire heute umfasst. Berkshires Kultur ist einheitlich und dauerhaft – bemerkenswert für einen riesigen Mischkonzern, bestehend aus einer ausgedehnten Gruppe unterschiedlicher Geschäftseinheiten. Und sie wird, so Buffett, noch prosperieren, wenn er und Charlie Munger längst die Bühne verlassen haben.

FINANZIERUNG UND INVESTITIONEN

Die revolutionärste Investitionslehre der vergangenen 40 Jahre war die moderne Finanztheorie. Es handelt sich dabei um eine komplizierte Sammlung von Ideen, die sich in einem simplen, aber irreführenden Satz zusammenfassen lässt: Es ist den Zeitaufwand nicht wert, unter den börsennotierten Wertpapieren nach einzelnen Anlagemöglichkeiten zu suchen. Dieser Auffassung zufolge schneidet man besser ab, wenn man zufällig Aktien für ein Depot auswählt, indem man mit Dartpfeilen auf den Kurszettel wirft, als darüber nachzudenken, wo einzelne Investmentchancen sinnvoll wären.

Eine der wichtigsten Lehren der modernen Finanztheorie ist die moderne Portfoliotheorie. Sie besagt, dass man die speziellen Risiken jedes Wertpapiers eliminieren kann, indem man ein diversifiziertes Depot hält, also »nicht alle Eier in einen Korb legt«, wie der bekannte Börsenspruch lautet. Das verbleibende Risiko ist das einzige Risiko, für das Investoren belohnt werden, so heißt es.

Das verbleibende Risiko kann man mit einem einfachen mathematischen Term – dem Betafaktor – bestimmen. Er besagt, wie volatil ein Wertpapier relativ zum Gesamtmarkt ist. Der Betafaktor misst das Volati-

litätsrisiko für solche Wertpapiere korrekt, die an einem effizienten Markt gehandelt werden, wo Informationen über die Wertpapiere rasch und exakt in die Kurse einfließen. In der modernen Finanzmarkttheorie regiert der effiziente Markt.

Dieses Bild wirkte sich nicht nur auf Akademiker im Elfenbeinturm an den Universitäten aus; es wurde zur vorherrschenden Lehre in der gesamten Finanzwelt der USA, von der Wall Street bis zur Hauptstraße. Viele Finanzprofis glauben noch immer, dass die Kurse am Aktienmarkt die fundamentalen Werte immer exakt widerspiegeln, dass das einzig relevante Risiko die Volatilität der Kurse ist und dass man dieses Risiko am besten managen kann, indem man in eine diversifizierte Gruppe von Aktien investiert.

Buffett zählt zu einer Reihe andersdenkender Investoren, die bis Graham und Dodd zurückreicht und die vorherrschende Lehre durch Logik und Erfahrung widerlegt. Er glaubt, dass die Märkte nicht vollständig effizient sind, und hält die Gleichsetzung von Volatilität und Risiko für eine grobe Verzerrung. Daher befürchtet Buffett, dass eine ganze Generation von Wirtschaftswissenschaftlern und Juristen, beeinflusst von der modernen Finanztheorie, riskiert, die falschen Lektionen zu lernen und die richtigen zu verpassen.

Eine besonders teure Lektion der modernen Finanztheorie entstand durch die Verbreitung der Absicherungsstrategie. Dabei handelt es sich um eine computergesteuerte Technik zur Neuausrichtung eines Depots in fallenden Märkten. Die verbreitete Anwendung der Depotversicherung verstärkte den Börsencrash im Oktober 1987 und den Markteinbruch im Oktober 1989. Dennoch gab es einen Lichtblick: Diese Ereignisse erschütterten das Märchen von der modernen Finanztheorie, das an den Universitäten erzählt und von vielen Investoren brav befolgt wurde.

Die moderne Finanztheorie konnte die auf die Kurseinbrüche folgende Volatilität nicht erklären, ebenso wenig wie zahlreiche andere Phänomene, zum Beispiel die Entwicklung von Aktien mit niedriger Marktkapitalisierung, hohen Dividendenrenditen oder niedrigem Kurs-Gewinn-Verhältnis. Das *Vorzeigestück* der Ineffizienz des Marktes war die Dotcom-Blase, die Ende der 1990er-Jahre und Anfang 2000 platzte und von wilden Kursturbulenzen zwischen Euphorie und Untergang geprägt war – ohne jeden Bezug zum Unternehmenswert. Immer mehr Skeptiker tauchten auf und sagten, der Betafaktor messe nicht wirklich das entscheidende Investiti-

onsrisiko, und die Kapitalmärkte seien wirklich nicht effizient genug, als dass das Beta von Belang sein könnte.

In der nun entbrannten Diskussion begannen die Anleger, auf Buffetts Bilanz als erfolgreicher Investor aufmerksam zu werden. Der Ruf nach einer Besinnung auf den Investmentstil nach Graham und Dodd wurde immer lauter. Schließlich hatte es Buffett mehr als 40 Jahre lang geschafft, jährliche Durchschnittsrenditen von 20 Prozent und mehr zu erwirtschaften – das Doppelte der Markttrendite. Mehr als 20 Jahre zuvor war das Ben Grahams Graham-Newman Corp. bereits gelungen. Buffett betont, dass die erstaunlichen Leistungen der Unternehmen Graham-Newman und Berkshire Respekt verdienen: Die Datenmenge reichte aus, sie wurde über einen sehr langen Zeitraum gesammelt und war nicht von wenigen Glückstreffern abhängig. Die Daten wurden nicht besser dargestellt, als sie waren, entsprachen dem betrachteten Zeitraum und wurden nicht im Nachhinein herausgepickt.

Von Buffetts Leistungen bedrängt, flüchteten sich hartnäckige Anhänger der modernen Finanztheorie in seltsame Erklärungen seines Erfolgs. Vielleicht habe er einfach nur Glück gehabt – wie der Affe an der Schreibmaschine, der *Hamlet* tippt –, oder ihm hätten Informationen zur Verfügung gestanden, die andere Investoren nicht hatten. Begeisterte Anhänger der modernen Finanztheorie lehnen Buffett nach wie vor ab und behaupten stur, die beste Strategie für einen Investor sei die Diversifizierung des Depots auf der Basis von Beta, also dem Werfen von Dartpfeilen, und der ständig neuen Depotzusammenstellung.

Buffett antwortet darauf mit einer spitzen Bemerkung und einem Ratschlag. Die spitze Bemerkung: Anhänger seiner Investmentphilosophie sollten am besten Lehrstühle an Colleges und Universitäten finanzieren und damit sicherstellen, dass das Dogma vom effizienten Markt bis in alle Ewigkeit gelehrt wird. Der Ratschlag: Ignorieren Sie die moderne Finanztheorie und andere pseudointellektuelle Sichtweisen des Markts, und halten Sie sich an die einfachen Regeln der Geldanlage. Viele Menschen sind demnach mit einer langfristigen Investition in Indexfonds am besten bedient. Ein Investor kann aber auch nüchterne Analysen von Unternehmen durchführen, deren Tätigkeit er beurteilen kann. Bei dieser Denkweise ist das relevante Risiko nicht der Betafaktor oder die Volatilität, sondern ein möglicher Verlust oder ein Vermögensschaden durch ein Investment.

Die Einschätzung dieser Art von Anlagerisiken erfordert Reflexion über das Management, die Produkte, die Wettbewerber und den Verschuldungsgrad eines Unternehmens. Der springende Punkt ist, ob das Nachsteuerergebnis eines Investments mindestens so hoch ist wie die Kaufkraft der ursprünglichen Investition plus einer angemessenen Rendite. Die wichtigsten Einflussfaktoren sind die langfristigen ökonomischen Eigenschaften eines Unternehmens, die Qualität und die Integrität seines Managements sowie das zukünftige Besteuerungs- und Inflationsniveau. Womöglich sind diese Faktoren vage, vor allem im Vergleich zur verführerischen Präzision des Beta, aber entscheidend ist, dass die Beurteilung solcher Faktoren unerlässlich ist, wenn man als Investor keinen Schaden erleiden will.

Buffett betont die Absurdität des Beta, indem er anmerkt: »Eine Aktie, die relativ zum Markt sehr stark gefallen ist ... wird auf dem niedrigeren Kursniveau als ›riskanter‹ eingestuft als zuvor auf dem höheren« – so misst Beta das Risiko. Ebenso unnützlich sei, »dass Beta nicht zwischen den unternehmensspezifischen Risiken eines Spielzeugherstellers, der ausschließlich Bauklötze oder Hula-Hoop-Reifen produziert, und denen eines anderen, der nur Monopoly oder Barbies herstellt, unterscheiden kann«. Ein ganz normaler Investor hingegen kann diesen Unterschied erkennen, wenn er darüber nachdenkt, wie sich Konsumenten und wie sich miteinander konkurrierende Konsumgüterhersteller verhalten. Er kann sich auch ein Bild davon machen, wann ein enormer Kurseinbruch eine Kaufchance signalisiert.

Im Gegensatz zur modernen Finanztheorie schreiben Buffetts Investmentregeln keine Diversifizierung vor. Konzentration kann sogar erforderlich sein, nicht unbedingt im Depot, aber im Denken seines Besitzers. Was die Konzentration des Depots betrifft, erinnert uns Buffett daran, dass Keynes nicht nur ein brillanter Ökonom, sondern auch ein brillanter Investor war. Er war der Meinung, ein Anleger sollte große Geldbeträge in zwei oder drei Unternehmen investieren, über die er einiges weiß und dessen Management vertrauenswürdig ist. So gesehen, steigt das Risiko, wenn die Investments und das Denken über diese Investments zu breit gestreut sind. Eine Strategie der finanziellen und mentalen Konzentration kann die Risiken senken, weil sich der Investor viel intensiver mit einem Unternehmen beschäftigen kann und nur dann kauft, wenn er angesichts der fundamentalen Rahmendaten ein gutes Gefühl dabei hat.

Nach Buffetts Meinung leidet die Beta-Mode an mangelnder Beachtung eines »fundamentalen Prinzips: Es ist besser, ungefähr richtigzuliegen als exakt falsch«. Der Erfolg langfristiger Investments hängt nicht von der Beobachtung von Betafaktoren und der Diversifizierung des Depots ab, sondern von der Erkenntnis, dass man als Investor Eigentümer eines Unternehmens ist. Passt man sein Depot immer wieder durch Käufe und Verkäufe an, um das angestrebte Beta-Risikoprofil zu erreichen, dann verhindert man damit den langfristigen Börsenerfolg. Dieses »Flat-tern von Blüte zu Blüte« ist mit hohen Transaktionskosten in Form von Spreads zwischen Geld- und Briefkurs, Gebühren und Kommissionen verbunden – von den Steuern ganz zu schweigen. Buffett scherzt: Wenn man jemanden, der aktiv tradet, einen Investor nennt, »dann könnte man auch jemanden als Romantiker bezeichnet, der ständig One-Night-Stands hat«. Seine Investitionsregeln stellen die Binsenweisheiten der modernen Finanztheorie auf den Kopf. Statt »Leg nie alle Eier in einen Korb« bekommen wir Mark Twains Rat aus *Knallkopf Wilson*: »Leg alle Eier in einen Korb – und dann pass gut auf den Korb auf!«

Buffett lernte die Kunst des Investierens in den 1950er-Jahren von Ben Graham während seines Studiums an der Columbia Business School. In mehreren Klassikern, wie etwa *The Intelligent Investor*, publizierte Graham Börsenweisheiten, die zu den tiefeschürfundsten aller Zeiten gehören. Graham lehnte die damals vorherrschende, aber fehlerhafte Einstellung ab, der Kurs entspreche dem Wert. Er hielt dem entgegen, der Kurs sei das, was man bezahlt, und der Wert sei das, was man erhält. Diese beiden Größen gleichen sich selten, aber die meisten Anleger bemerken kaum einen Unterschied.

Einer von Grahams profundesten Beiträgen ist »Mr. Market«, eine Gestalt, die an der Wall Street lebt. Er ist Ihr hypothetischer Geschäftspartner und jeden Tag dazu bereit, Ihre Unternehmensanteile zu kaufen oder Ihnen Anteile abzukaufen, und zwar jeweils zum aktuellen Börsenkurs. Mr. Market ist launisch und neigt zu starken Stimmungsschwankungen zwischen Freude und Verzweiflung. Manchmal bietet er Preise, die weit über dem Wert liegen, manchmal welche weit unter dem Wert. Je manischer oder depressiver er ist, desto größer ist die Spanne zwischen Preis

und Wert und folglich auch die Investmentchance, die er Ihnen bietet. Buffett hat Mr. Market wiederbelebt und betont, wie wertvoll Grahams Allegorie des Gesamtmarkts für disziplinierte Investmentregeln sei, obwohl Mr. Market für die Vertreter der modernen Finanztheorie nicht erkennbar sei.

Ein weiteres Erbe von Grahams Weisheit ist das Prinzip der Sicherheitsmarge (Margin of Safety). Es besagt, dass man nur dann in ein Wertpapier investieren sollte, wenn es gute Gründe für die Annahme gibt, dass der bezahlte Kurs deutlich niedriger ist als der Wert, den man erhält. Buffett folgt diesem Prinzip aus voller Überzeugung und bemerkt dazu, Graham habe gesagt, wenn er das Geheimnis vernünftigen Investierens in drei Worten zusammenfassen müsste, dann würde er sagen: Margin of Safety. Über 40 Jahre nachdem er das erstmals gelesen hat, hält Buffett diese drei Worte immer noch für die richtigen. Während die begeisterten Anhänger der modernen Finanztheorie die Markteffizienz nennen, um abzustreiten, dass es einen Unterschied zwischen Preis oder Kurs und Wert gibt, halten ihn Buffett und Graham für den einzigen entscheidenden Unterschied, der auf der Welt existiert.

Der Unterschied zeigt zudem, dass der Begriff »Value-Investing« ein Pleonasmus ist. Jede echte Investition muss auf der Bewertung des Verhältnisses zwischen Kurs und Wert beruhen. Strategien, die dieses Verhältnis nicht anwenden, führen keinesfalls zu Investitionen, sondern zu Spekulationen – also zu der Hoffnung auf Kurssteigerungen statt der Überzeugung, dass der bezahlte Preis unter dem dafür erhaltenen Wert liegt. Viele professionelle Investoren unterliegen einem weiteren verbreiteten Irrtum, bemerkt Buffett, indem sie zwischen Investitionen in Wachstumsaktien und in werthaltige Aktien unterscheiden. Laut Buffett sind sie nicht verschieden, sondern ineinander verwoben, weil man das Wachstum als Teil des Werts betrachten muss.

Auch der Begriff »relationales Investieren« gefällt Buffett nicht. Diese Bezeichnung wurde Mitte der 1990er-Jahre populär und beschreibt einen Investmentstil, der darauf abzielt, die Kosten der Trennung des Aktienbesitzes von der Kontrolle durch Manager zu reduzieren, und zwar durch die Betonung der Beteiligung des Aktionärs und der Beobachtung durch das Management. Viele Anleger identifizierten irrtümlich Buffett und Berkshire als Beispiele für diese Vorgehensweise. Es trifft zu, dass Buffett große Anteile an wenigen Unternehmen kauft und sie lange Zeit hält.

Er investiert zudem in Unternehmen, die von Menschen geleitet werden, denen er vertraut. Doch weiter reichen die Gemeinsamkeiten nicht. Wäre Buffett gezwungen, ein Adjektiv zu verwenden, um seinen Investmentstil zu beschreiben, dann wäre es so etwas wie »fokussiertes« oder »intelligentes« Investieren, aber selbst diese Wörter klingen redundant. Die ungeschmückte Bezeichnung *Investor* beschreibt Buffett am besten.

Andere missbräuchlich verwendete Begriffe machen den Unterschied zwischen Spekulation und Arbitrage als Methoden des soliden Managements von Barmittelbeständen undeutlich. Letztere ist sehr wichtig für Unternehmen wie Berkshire, die erhebliche Barmittelüberschüsse generieren. Spekulation und Arbitrage sind Möglichkeiten, dieses Geld zur Erzielung weiterer Gewinne einzusetzen, statt es in Kurzfristanlagen zu parken. *Spekulation* beschreibt den Einsatz von Barmitteln, um auf viele Geschehnisse in Unternehmen zu wetten, auf der Basis von Gerüchten über noch nicht angekündigte, bevorstehende Transaktionen. Unter *Arbitrage* wird traditionell eine Methode verstanden, mit der man Preisdifferenzen desselben Wertpapiers an zwei verschiedenen Handelsplätzen ausnutzt. Für Buffett beschreibt sie die Verwendung von Barmitteln, um kurzfristige Positionen bei den wenigen Gelegenheiten einzunehmen, die bereits öffentlich angekündigt worden sind. Sie nutzt den Preisunterschied desselben Wertpapiers zu verschiedenen Zeitpunkten. Die Entscheidung, Barmittel auf diese Weise einzusetzen, hängt von vier Fragen ab, die der gesunde Menschenverstand beantworten kann und die nicht auf Gerüchten, sondern auf Informationen beruhen: die Wahrscheinlichkeit, dass ein bestimmtes Ereignis eintritt, die Zeit, während der die Barmittel gebunden sind, die Höhe der Opportunitätskosten und das Risiko, dass das Ereignis nicht eintritt.

Das Prinzip des Kompetenzbereichs ist neben Mr. Market und der Sicherheitsmarge das dritte Standbein des intelligenten Investierens. Diese vernünftige Regel lehrt Investoren, nur Investitionen in solche Unternehmen zu erwägen, deren Geschäft sie mit ein wenig Mühe verstehen können. Diese Verpflichtung, sich auf das zu beschränken, was man versteht, bewahrt Buffett vor den Fehlern, die anderen immer wieder unterlaufen, vor allem denjenigen, die sich Fantasien vom schnellen Reichtum hingeben, den ihnen Technologie-Nerds und das Geschwätz von einem neuen Zeitalter versprechen, von denen spekulative Märkte über die Jahrhunderte immer wieder getrieben wurden.

Bei allen Investmentfragen muss man sich gegen das schützen, was Buffett den »institutionellen Zwang« nennt. Damit meint er die durchdringende Kraft, mit der institutionelle Dynamiken Veränderungen blockieren, verfügbare Mittel der Unternehmen aufzehren und bei Untergebenen eine reflexhafte Billigung suboptimaler CEO-Strategien auslösen. Im Gegensatz zu dem, was oft an Wirtschafts- und juristischen Fakultäten gelehrt wird, stört diese mächtige Kraft die vernünftige Entscheidungsfindung in Unternehmen. Am Ende führt der institutionelle Zwang zu einer Herdenmentalität, die wirtschaftliche Imitatoren statt Wirtschaftsführer hervorbringt. Buffett nennt das eine Lemmingeinstellung zum Geschäftsleben.

Jeder Leser dieser Textsammlung wird Buffetts überzeugende Essays über die Verwendung von Schulden genießen und mit seiner Familie und seinen Freunden teilen wollen. Sie tragen mit Recht die Überschrift »Leben und Schulden« und erklären auf überzeugende Weise die Versuchung und die Gefahren von Fremdkapital für die persönlichen und die Unternehmensfinanzen.

ALTERNATIVE INVESTMENTS

All diese Investmentprinzipien werden in Buffetts anschaulichen Essays über Investmentchancen dargelegt. Nach der Erklärung, warum er Investitionen in produktive Assets bevorzugt, und der Definition, was das bedeutet, widmet sich eine Reihe von Essays einem breiten Spektrum von Alternativen, beginnend mit Junk-Bonds und Zerobonds sowie Vorzugsaktien. Buffett fordert die Wall Street und die akademische Wissenschaft heraus und bezieht sich auch hier auf die Argumente Grahams, um die »Dolchthese« zu widerlegen, mit der Junk-Bonds verteidigt werden. Sie verwendet die Metapher eines Autofahrers, der äußerst vorsichtig fährt, weil am Lenkrad ein Dolch angebracht ist, und überschätzt den disziplinierenden Einfluss, den enorm hohe Anteile von Fremdkapital in der Bilanz auf das Management ausüben.

Buffett verweist auf die große Zahl von Unternehmen, die wegen erdrückender Schuldenlasten während der Rezession in den frühen 1990er-Jahren kollabierten. Damit zieht er die wissenschaftlichen Studien in Zweifel, die besagen, dass die höhere Verzinsung von Junk-Bonds

höhere Zahlungsausfälle mehr als ausgleicht. Er schreibt diesen Irrtum einer fehlerhaften Vermutung zu, die jeder Statistikstudent im ersten Studienjahr erkennen kann, nämlich dass die herrschenden Rahmenbedingungen zu der Zeit, als die Studie durchgeführt wurde, auch in Zukunft unverändert bleiben würden. Doch das werden sie nicht! Auch ein Essay von Charlie Munger in dieser Textsammlung, in dem Michael Milken's Finanzierungsmethode untersucht wird, belegt die Unsinnigkeit von Junk-Bonds.

Die Wall Street neigt dazu, sich eher Ideen zu eigen zu machen, die auf der Kraft zur Generierung von Umsätzen beruhen, als solche, die finanziell sinnvoll sind. Diese Tendenz macht oftmals gute Ideen zu schlechten. In der Geschichte der Zerobonds oder Nullcouponanleihen zeigt Buffett zum Beispiel, dass sie dem Käufer eine Gesamtrendite sichern können, die eine herkömmliche Anleihe mit der gleichen Nominalverzinsung und regelmäßigen Ausschüttungen nicht bieten könnte. Daher könnte ein Schuldner durch die Emission von Zerobonds für eine gewisse Zeit zusätzliche Verbindlichkeiten eingehen, ohne weiteren freien Cashflow für Zinsausschüttungen verwenden zu müssen. Problematisch würde das allerdings, wenn immer schwächere Schuldner Zerobonds emittierten, denn deren freier Cashflow ist unzureichend, wenn die Zinszahlungen höher werden. Buffett klagt: »Wie es an der Wall Street so oft passiert: Was die Weisen am Anfang tun, das tun am Ende Idioten.«

Viele Faktoren trugen zur Finanzkrise 2008 bei, darunter die üppige Versorgung mit Finanzderivaten, vor denen Buffett bereits in seinen einige Jahre zuvor geschriebenen Essays gewarnt hatte. Der Einfallsreichtum im Finanzwesen hat zu einer Explosion komplexer Instrumente geführt, die man »Derivate« nennt, weil ihr schwankender Wert von Kursbewegungen eines vertraglich festgelegten Basisinstruments abgeleitet ist. Die Befürworter halten diese Instrumente zum Zweck des Risikomanagements für nützlich, und auch Berkshire kauft von Zeit zu Zeit kleinere Positionen Derivatkontrakte, die Buffett für unterbewertet hält. Doch während die Befürworter glauben, dass Derivate dazu tendieren, allgemeine systemische Risiken zu reduzieren, bemerkte Buffett vorausschauend, dass sie den gegenteiligen Effekt haben können. Sie sind schwer zu bewerten, die Bewertungen können sich rasch verändern, und sie schaffen Verbindungen und gegenseitige Abhängigkeiten zwischen Finanzinstituten. Buffett mahnte, dass die Kombination dieser Faktoren bedeuten könne, dass ein

einziges Ereignis Probleme in einem bestimmten Sektor verursacht, die sich dann schnell auf andere ausbreiten und einen Dominoeffekt mit vernichtenden systemischen Konsequenzen auslösen können. In der Krise von 2008 war dies der Fall.

Buffett gibt zu, dass seine Sichtweise auf die Risiken von Derivaten von seiner Abneigung gegen jede Art von Risiken geprägt ist, die Megakatastrophen auslösen und so Berkshires Status als Trutzburg der finanziellen Stärke gefährden könnten. Doch es ist keine Stammtischmeinung: Buffett musste diese Erfahrung sogar einige Jahre unmittelbar erleiden, als er einen Derivatehandel manage, der enthalten war, als Berkshire die Rückversicherungsgesellschaft General Re kaufte. Buffett erklärt die unangenehmen Konsequenzen der Tatsache, dass er dieses Geschäft nicht sofort abstieß, aber er merkt auch an, dass es unverkäuflich war. Es enthielt ein Labyrinth aus langfristigen Zahlungsverpflichtungen, und es dauerte mehrere schmerzvolle Jahre, um sie aufzulösen. Buffett bietet eine ausführliche Betrachtung dieser Erfahrung, damit andere aus Berkshires Versuchen lernen können.

STAMMAKTIEN

Buffett erinnert sich daran, dass er am ersten Handelstag Berkshire Hathaways an der New Yorker Börse im Jahr 1988 zu Jimmy Maguin, dem Kursmakler der Berkshire-Aktien, sagte: »Ich werde Sie für enorm erfolgreich halten, wenn der nächste Umsatz in dieser Aktie erst in ungefähr zwei Jahren zustande kommt.« Buffett scherzte darüber, »dass Maguin nicht den Eindruck machte, er sei davon begeistert«. Und er betont seine Einstellung: »Wenn wir nicht froh darüber sind, dass wir eine Aktie dieses Unternehmens besitzen, wenn die Börse geschlossen ist, dann freuen wir uns auch nicht darüber, wenn sie geöffnet ist.« Berkshire und Buffett sind langfristige Investoren, aber zu viele andere handeln auf kurze Sicht mit Stammaktien, und ihre Aktionen verursachen hohe Kosten.

Ein großer Teil der Unternehmensgewinne geht durch mit dem Trading verbundene Reibungsverluste wieder verloren. Trading ist das Umschichten von Aktienbesitz. Das beinhaltet die Zahlung von Kommissionen an Broker, von Gebühren an Investmentmanager und von Barmitteln an Finanzplaner und Unternehmensberater, die während dieses Vorgangs