

Warren Buffetts

Investment

Geheimnisse

Die Essenz der Partnership Letters
des erfolgreichsten Investors aller Zeiten

FBV

JEREMY MILLER

JEREMY MILLER

Warren Buffetts fundamentale
Investment-Geheimnisse

JEREMY MILLER

Warren Buffetts

fundamentale

Investment

Geheimnisse

Die Essenz der Partnership Letters
des erfolgreichsten Investors aller Zeiten

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

1. Auflage 2016

© 2016 by FinanzBuch Verlag,
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

© der Originalausgabe: 2016 by Jeremy Miller. Die Originalausgabe erschien 2016 bei Harper Business, ein Imprint von HarperCollinsPublishers

Dieses Werk wurde vermittelt durch die Literarische Agentur Thomas Schlück GmbH,
30827 Garbsen.

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.

Übersetzung: Silvia Kinkel
Redaktion: Judith Engst
Korrektorat: Sonja Rose
Umschlaggestaltung: Karen Schmidt, Isabella Dorsch
Satz: Daniel Förster, Belgern
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck
Printed in Germany

ISBN Print 978-3-89879-932-4
ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-777-6
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-778-3

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.FinanzBuchVerlag.de

INHALT

Einleitung	9
Teil I		
Kapitel 1	Orientierung.	18
Kapitel 2	Zinseszins	33
Kapitel 3	Marktindexierung – Grundprinzip Nichtstun	47
Kapitel 4	Vergleichsmessung – Nichtstun versus Tun ..	59
Kapitel 5	Die Investmentgesellschaft – eine elegante Struktur	73
Teil II		
Kapitel 6	Die Generals.	90
Kapitel 7	Die Workouts	129
Kapitel 8	Die Controls	145
Kapitel 9	Bei Dempster groß einsteigen – das Asset-Umwandlungsspiel.	173
Teil III		
Kapitel 10	Konservativ versus konventionell	202
Kapitel 11	Steuern	223
Kapitel 12	Größe versus Performance	237
Kapitel 13	Go-go oder No-Go?	248
Kapitel 14	Weisheiten zum Abschied	291
Epilog	Hin zu einer höheren Form	322
Danksagung	328

Teil 4:

Anhang A	Die Ergebnisse der Buffett Partnerships	332
Anhang B:	Die Ergebnisse der Buffett Partnerships im Vergleich zu führenden Treuhand- & Investment-Fonds	334
Anhang C	Sequoia Fonds Performance	336
Anhang D	Dempster Mill	337
Anhang E	Buffetts letzter Brief: Die Funktionsweise von steuerfreien Kommunalanleihen.	338
Endnoten	357
Über den Autor		363

Zur Erinnerung an meinen lieben Freund und Kollegen Peter Sauer (1976–2012). Peter, du hast uns viel zu früh verlassen. Während deiner Zeit hier wurden deine zahlreichen Leistungen nur noch von deiner Bescheidenheit übertroffen.

Die Auszüge aus Warren Buffetts Partnership Letters wurden mit seiner Genehmigung verwendet. Doch hat er dieses Buch weder absegnet noch bestätigt noch geprüft und steht auch in keiner anderen Verbindung damit. Anders ausgedrückt: Während die klugen Ratschläge von ihm stammen, sind sämtliche Fehler mir zuzuschreiben.

Um den Lesefluss der Auszüge zu erhalten, werden Auslassungen nicht immer angezeigt.¹

EINLEITUNG

»Egal, ob ich 1 Million Dollar oder auch 10 Millionen Dollar hätte, ich würde stets alles investieren. Die größten Gewinne habe ich in den 1950er-Jahren gemacht. Ich habe den Dow gekillt. Sie sollten die Zahlen sehen. Dabei habe ich damals nur Peanuts investiert. Nicht viel Geld zu haben, ist ein riesiger struktureller Vorteil. Ich glaube, mit 1 Million Dollar würde ich Ihnen einen Gewinn von 50 Prozent verschaffen. Nein, ich weiß sogar, dass ich das könnte. Ich garantiere es Ihnen.«²

Warren Buffett, *Business Week*, 1999

1956 arbeitete Warren Buffett in New York mit seinem Mentor Benjamin Graham, dem Vater des Value-Investing. Als Graham entschied, sich zur Ruhe zu setzen, bot er seinem besten Schüler eine Beteiligung an der Graham-Newman Investmentgesellschaft an. Der 25-jährige Buffett lehnte jedoch ab, um nach Hause zurückzukehren. Kurze Zeit später gründete er – mit dem Geld von vier Familienmitgliedern und drei Freunden – eine neue Investmentgesellschaft, die er als »Partnership« (Partnerschaft) bezeichnete: Buffett Associates, Ltd. Bevor Buffett die Schecks der anderen akzeptierte, bat er sie jedoch, sich mit ihm im Omaha Club zum Abendessen zu treffen. Jeder bezahlte selbst.³

An jenem Abend überreichte Buffett jedem von ihnen einen mehrseitigen Schriftsatz mit der formalen Partnerschaftserklärung. Er sagte, sie sollten sich über den Inhalt nicht allzu viele Sorgen machen und versicherte, dass sie keine bösen Überraschungen

bereithielte. Das Treffen diene dazu, über das zu sprechen, was er für viel wichtiger hielt: seine Grundregeln. Er hatte Kopien dieser kurzen Liste von Prinzipien vorbereitet und ging sorgfältig jeden einzelnen Punkt durch. Buffett bestand auf vollständiger Autonomie. Er würde nicht darüber sprechen, was die Investmentgesellschaft eigentlich tat, über gegenwärtige Beteiligungen gab er kaum Details preis. Er sagte zu den anderen: »Diese Grundregeln sind die Philosophie. Wenn ihr meiner Meinung seid, dann lasst uns loslegen. Falls ihr nicht meiner Meinung seid, verstehe ich das.«⁴

»Die Grundregeln

1. Den Partnern wird keine Rendite garantiert. Partner, die jeden Monat 0,5 Prozent entnehmen, tun genau das – sie entnehmen Geld. Wenn wir jährlich mehr als 6 Prozent über den Zeitraum mehrerer Jahre erwirtschaften, sind die Entnahmen von den Gewinnen gedeckt und das Kapital wächst. Wenn wir keine 6 Prozent erwirtschaften, sind die monatlichen Auszahlungen teilweise oder ganz eine Rückzahlung des investierten Kapitals.
2. Wenn wir in einem Jahr nicht mindestens 6 Prozent Zuwachs erreichen, bekommen Partner, die monatlich Zahlungen erhalten, im darauffolgenden Jahr verminderte Zahlungen.
3. Wenn wir von jährlichen Gewinnen oder Verlusten sprechen, meinen wir grundsätzlich Marktwerte. Sie drücken aus, wie wir zu Marktpreisen bewertet am Jahresende mit den Aktiva dastehen im Vergleich zu derselben Basis am Jahresbeginn. Das hat mit den steuerlichen Ergebnissen in einem bestimmten Jahr mitunter wenig zu tun.
4. Ob wir gut oder schlecht gewirtschaftet haben, wird nicht daran gemessen, ob wir auf ein Jahr bezogen ein Plus oder ein Minus erwirtschaftet haben. Es wird anhand der generellen Erfahrung mit Wertpapieren gemessen, die durch den Dow Jones Industrial Average, durch führende Investmentfirmen etc. repräsentiert wird. Ist unsere Bilanz besser als diese Messlatten, betrachten

wir das als ein gutes Jahr, unabhängig davon, ob wir ein Plus oder ein Minus erzielt haben. Wenn wir schlechter abschneiden, haben wir versagt.

5. Eigentlich bevorzuge ich eine Fünf-Jahres-Betrachtung. Zumindest aber drei Jahre sind das absolute Minimum, um die Performance zu bewerten. Zweifellos werden wir Jahre erleben, in denen die Performance der Partnership schlechter ausfällt, möglicherweise sogar wesentlich schlechter als der Dow Jones. Wenn eine Periode von mindestens drei Jahren schlechte Ergebnisse hervorbringt, sollten wir uns alle nach anderen Möglichkeiten umsehen, unser Geld anzulegen. Ausnahme: Die drei Jahre umfassen eine Spekulationsblase in einem Bullenmarkt.
6. Es ist nicht meine Aufgabe, den Aktienmarkt insgesamt vorherzusagen oder Konjunkturschwankungen korrekt zu prognostizieren. Wenn ihr das von mir erwartet oder es als wesentlich für ein Investitionsprogramm betrachtet, solltet Ihr nicht in dieser Investmentgesellschaft sein.
7. Ich kann den Partnern keine Gewinne versprechen. Was ich jedoch versprechen kann, ist folgendes:
 - a) Unsere Investitionen werden auf der Basis von Value-Prinzipien ausgewählt und richten sich nicht nach Popularität.
 - b) Wir streben an, das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes (nicht eines kurzfristigen kursbedingten Verlustes) auf ein absolutes Minimum zu reduzieren, indem wir bei jedem Engagement eine breite Sicherheitsmarge einbauen und die Engagements streuen.
 - c) Meine Frau, meine Kinder und ich selbst bringen praktisch unser gesamtes Eigenkapital in die Investmentgesellschaft ein.«⁵

Jeder, der an diesem Abend in den Omaha Club eingeladen war, wollte mitmachen, und Buffett nahm die Schecks entgegen. Wenn neue Partner dazu kamen, wurden ihnen die Grundregeln ausführlich erläutert. Jeder Partner erhielt jährlich eine aktualisierte Ausfertigung.

Während der folgenden Jahre informierte Buffett in einer Reihe von Briefen seine kleine, aber wachsende Schar von Anhängern über die Performance und beschrieb seine Aktivitäten. Er nutzte diese Briefe als Lehrmaterial, um die Konzepte hinter den Grundregeln zu bekräftigen und zu erweitern, erläuterte seine Erwartungen zur zukünftigen Performance und kommentierte die Marktsituation. Am Anfang informierte er einmal jährlich über den aktuellen Stand, aber als viele Partner nörgelten, dass »ein Jahr doch eine sehr lange Zeit sei«, begann er, sie mindestens halbjährlich zu verfassen.

Diese »Partnership Letters« geben seine Gedanken, Ansätze und Reflektionen aus jener Zeit wieder, die seinem Wirken bei Berkshire Hathaway unmittelbar vorausging – einer Zeit, die eine beispiellose Bilanz von Investment-Erfolgen brachte, die sogar im Vergleich zu seiner wesentlich bekannteren Erfolgsbilanz bei Berkshire Hathaway hervorstach. Obwohl er davon ausging, gute und schlechte Jahre zu haben, hielt er ein Plus von 10 Prozent gegenüber dem Dow Jones über eine Periode von drei bis fünf Jahren für machbar und setzte sich das als Ziel.

Er war deutlich besser. Er übertraf kontinuierlich den Markt und hatte kein einziges Verlustjahr. Während der gesamten Zeit verzinste sich unter seiner Führung das Kapital der Partner mit knapp 24 Prozent pro Jahr, nach Abzug aller Gebühren. In dieser frühen Phase erlebte er einige der besten Performancejahre seiner Karriere.

Die Lektionen in seinen Briefen bieten eine zeitlose Anleitung für jede Art von Investor – vom Anfänger über den Amateur bis hin zum routinierten Profi. Sie stellen eine folgerichtige und effektive Sammlung von Prinzipien und Methoden dar, die trendbezogene und technische Verlockungen vermeiden, welche im heutigen Markt nur allzu präsent sind. Obwohl sie ausgereifte Analysen enthalten, die vor allem auf erfahrene Profis gemünzt sind, sind die Briefe doch Buffetts Einmaleins des Investierens – sie liefern einen grundlegenden, allgemeinverständlichen Ansatz, der jedem einleuchtet.

Die Partnership Letters und ihre Weisheit sind in diesem Buch erstmals umfassend und leicht zugänglich zusammengestellt und enthalten fundamentale Prinzipien, wie Buffetts nicht-marktkonforme Diversifikationsstrategie, seine fast religiöse Verehrung des Zinseszinses, seinen konservativen Entscheidungsprozess, der allen konventionellen Ansätzen widerspricht. Die Briefe enthalten auch Methoden, in »Generals«, »Workouts« und »Controls« zu investieren. So heißen seine drei grundlegenden »Arbeitsmethoden«, die wir betrachten werden und die sich auf interessante und wichtige Weise im Laufe der Zeit herausgebildet haben.

Im Wesentlichen haben die Briefe einen enormen Wert, weil sie das Gedankengut eines erfolgreichen jungen Investors beschreiben, der ursprünglich mit sehr bescheidenen Summen arbeitete – ein Gedankengut, dass Investoren übernehmen und nutzen können, um langfristigen Erfolg zu erzielen, wenn sie sich selbst an den Markt wagen. Sie dienen als überzeugendes Argument für eine langfristige, nach dem Value-Ansatz ausgerichtete Strategie. Eine solche erscheint besonders in turbulenten Zeiten wie diesen besonders sinnvoll, in denen die Menschen nur allzu anfällig sind für einen spekulativen, oft fremdfinanzierten, kurzfristigen Ansatz, der auf lange Sicht selten erfolgreich ist. Sie bieten zeitlose Grundsätze des konservativen Investierens und der Disziplin, der Eckpfeiler von Buffetts Erfolg.

Wenn heutzutage ein junger Buffett seine Investmentgesellschaft gründen würde, würde er zweifelsohne genauso gute Ergebnisse erzielen. Buffett garantiert tatsächlich schriftlich, dass er mit einer Million Dollar jährliche Renditen von 50 Prozent erzielen könnte. Diese hohe Rendite wäre heute (bei einer kleinen Summe) genauso plausibel wie vor Jahren. Denn Marktineffizienzen existieren nach wie vor, vor allem bei kleineren, wenig beachteten Unternehmen, und er ist ein brillanter Investor, der sie auszunutzen weiß. Solange Aktien weiterhin ein kurzes Gedächtnis haben und getrieben von der Furcht und Gier der Anleger im Wert stark schwanken, wird es für alle geschäftstüchtigen Investoren immer Chancen auf sagenhafte Renditen geben, vorausgesetzt, diese eignen sich eine entsprechende Denkweise an.

Wie seit eh und je mangelt es auch heutzutage vielen an der Disziplin, die fürs Value-Investing nötig ist. Brief für Brief besinnt sich Buffett auf die Beständigkeit seiner Grundsätze. Der eigenen Vorgehensweise treu zu bleiben, ohne sich von Trends mitreißen zu lassen, ist selbst für erfahrene Investoren eine große Herausforderung. Jeder kann von Buffetts meisterhafter Beherrschung seiner Emotionen beim Investieren lernen.

Jedes Kapitel dieses Buches konzentriert sich auf eine Idee oder Thematik aus seinen Briefen. Jedes Kapitel ist zudem gleich aufgebaut und beginnt jeweils mit einer Zusammenfassung, um Einblick in den Hintergrund zu geben. Das ermöglicht eine Einordnung in den historischen Kontext und führt zu einer noch ausgeprägteren Wertschätzung in Bezug auf die heutige Relevanz.

Anschließend werden die entscheidenden Auszüge aus den Briefen zu jedem Thema wiedergegeben. Wir können nicht nur große Schlucke von der Quelle trinken, die Buffett mit seinen Briefen geschaffen hat, sondern das Buch wird auch zu einem nützlichen Instrumentarium bei der Beschäftigung mit seiner damaligen Tätigkeit. Sämtliche Kommentare zu einem bestimmten Thema in einem eigenen Kapitel zusammenzufassen, ist oft sehr aufschlussreich. Wir können in den Briefen wiederkehrende Muster erkennen. Buffett greift bestimmte Ideen immer wieder auf und verfolgt sie weiter. Das zu erkennen, wäre beim Lesen der Briefe in chronologischer Reihenfolge wesentlich schwieriger.

Buffett hat nie ein Fachbuch über Investments veröffentlicht, zumindest nicht im herkömmlichen Sinne. Was wir haben – neben seinen veröffentlichten Artikeln und den Aufzeichnungen aus seinen Gesprächen und Vorträgen –, sind diese Briefe. Faktisch bilden sie eine Art Fernlehrgang, der von 1957 bis heute andauert, was der gesamten Dauer seiner Karriere entspricht. Die Partnership Letters sind der erste Teil dieses Kurses, und ich bin hochofrend, sie Ihnen anzuvertrauen. Ich hoffe, Sie haben beim Lesen so viel Spaß wie ich beim Zusammenstellen.

Ich bin Warren Buffett dankbar, dass er mir die Verwendung der Briefe in diesem Buch erlaubt hat, und betone nochmals, dass

Einleitung

er darüber hinaus nicht in dieses Projekt eingebunden war. Mein Ziel bestand darin, das Material in einer Weise wiederzugeben, die hoffentlich seine Zustimmung findet und seine Lehre angehenden wie erfahrenen Investoren gleichermaßen zugänglich macht.

TEIL I

KAPITEL 1

ORIENTIERUNG

»Das Vorhandensein einer Kursnotierung für Ihren Geschäftsanteil (Aktie) sollte stets ein Kapital sein, das sich nutzen lässt falls gewünscht. Wenn diese sich verrückt genug in die eine oder andere Richtung bewegt, ziehen Sie Ihren Vorteil daraus.«⁶

– 12. Juli 1966

Stellen Sie sich vor, Sie seien an einem frühen Herbstabend 1956 in Omaha zugegen. Elvis hatte gerade seinen ersten Auftritt in der Ed-Sullivan-Show und Eisenhower ist im Weißen Haus. An diesem Abend sitzen Sie zusammen mit zwanzig anderen in einem Seminarraum der Universität von Nebraska Omaha. Es ist Ihre erste Stunde in einem Kurs mit dem Titel »Investment-Grundsätze«. Ihr Lehrer ist ein junger Mann in den Zwanzigern namens Warren Buffett. Wie sich herausstellt, haben Sie sich neben seine Tante Alice gesetzt, eine von sieben Investorinnen und Investoren, die an seiner ersten Investmentgesellschaft beteiligt sind.

Ich sehe dieses Buch gern als Neuerschaffung dieses Kurses, das sich der Lektionen aus seinen Partnership Letters bedient, die zeitgleich zu diesem Seminar entstanden sind. Es ist Ihr mit Anleitungen versehener Weg zu den Grundlagen intelligenten Investierens, die Essenz aus fast vierzig dieser frühen Briefe. Es wa-

ren die vor der Berkshire-Zeit liegenden Jahre, 1956 bis 1970, als sein Kapital bescheiden war und er überall hätte investieren können. Es war eine Zeit, zu der er sich, vor allem zu Beginn der Investmentgesellschaft, nicht von Ihnen oder mir unterschied: Er konnte quasi in alles investieren, keine Firma war zu klein dazu.

Während Buffett tagsüber investierte, gab er von Ende 1950 bis in die 1960er-Jahre tatsächlich einen Abendkurs, und seine Tante Alice besuchte zusammen mit anderen späteren Partnern diesen Kurs. Nachdem Buffett einen Lehrgang von Dale Carnegie absolviert hatte, um seine Hemmungen zu überwinden, in der Öffentlichkeit zu sprechen, unterrichtete er, um in Übung zu bleiben. Darüber hinaus folgte er dem Beispiel seines Mentors, Ben Graham. Dieser hielt neben dem Schreiben von Briefen für seine Investoren eine Vorlesung über Wertpapieranalyse, während er zugleich die Graham-Newman Investmentgesellschaft leitete.

Die fundamentalen Prinzipien von Benjamin Graham

Es gibt keine bessere Möglichkeit, ein Buch über die Grundlagen intelligenten Investierens zu beginnen, als mit den Grundzügen von Buffetts Denkweise, die alle Schüler Grahams teilen: Der Markt kann manchmal vorübergehend völlig aus dem Gleichgewicht geraten und ist absolut unberechenbar, aber langfristig werden die Kurse für Wertpapiere ihrem inneren Wert entsprechen.

Buffett benutzt die etwas paradox klingende Idee seines Mentors durchgängig als ein Erklärungsmittel in seinen Briefen, weil sie wirkungsvoll hervorhebt, worauf wir als Investoren aus sind: eine durchgängig vernünftige, rationale Geschäftsanalyse, beruhend auf Logik und schlüssigen Argumenten, die zu der Auswahl von Wertpapieren mit der höchstmöglichen Rendite und dem geringstmöglichen Risiko führen. Das ist der Ansatz des langfristigen Investors. Er unterscheidet sich deutlich von dem Ansatz, Gewinne zu generieren, indem man darüber spekuliert, was andere Investoren tun oder nicht tun werden, oder Vermutungen

anstellt darüber, wie sich kurzfristige Veränderungen makroökonomischer Variablen, wie Ölpreise oder Zinssätze, auf den Aktienmarkt auswirken. Investoren, so wie wir den Begriff definieren werden, kaufen ein Geschäft, Spekulanten »spielen« Markt.

Investoren lernen, kurzfristige Schwankungen von Aktienkursen grundsätzlich als ungezieltes Schlingern zu betrachten, das weitgehend ignoriert werden kann; und weil diese als zufallsbedingt angesehen werden, versuchen wir als Investoren erst gar nicht, diese systematisch vorherzusagen. Das ist nicht unser Ziel.

Langfristig pendeln sich die Märkte in der Regel ein und bilden die ökonomische Erfahrung eines Geschäfts im Preis seiner Aktien ab. Mit diesem Wissen konzentrieren sich Investoren deshalb auf fundierte, langfristige Wirtschaftsanalysen und konservative Überlegungen – genau das führt unserer Überzeugung nach im Laufe der Zeit zu überdurchschnittlichen Ergebnissen.

Dieses wichtige Grundprinzip stammt unmittelbar von Ben Graham, Buffetts Lehrer, früherer Arbeitgeber und Vorbild. Graham war der Mann, der im Grunde die Wertpapieranalyse erfunden hat. Bekannt als der »Dean der Wall Street«, war Ben Graham ein Bahnbrecher, der etwas, das bis dahin als »schwarze Kunst« betrachtet wurde, in eine echte Profession verwandelte. Seit ihrer ersten Begegnung war Buffett von Grahams Ideen so gefesselt, dass er sogar seinen Sohn – der als nächster an der Reihe sein wird, nicht-geschäftsführender Chef von Berkshire Hathaway zu werden – Howard *Graham* Buffett taufte. Buffetts Investment-Grundsätze zu begreifen – den Teil, der seit den Tagen der Investmentgesellschaft bis heute konstant geblieben ist –, erfordert ein klares Verständnis von Grahams grundlegenden Ideen und Einflüssen. Und so fing alles an:

Buffett machte 1950 im Alter von 19 Jahren seinen Abschluss an der Universität von Nebraska in Lincoln und bewarb sich an der Harvard Business School. Er bekam jedoch die Antwort, es dort besser erst in ein paar Jahren zu versuchen. Diese Absage wurde zu einem der größten Glücksfälle seines Lebens. Als er sich nach anderen Studienmöglichkeiten umsah, stieß er auf das Do-

zentenverzeichnis der Columbia University, und entdeckte dort, dass der Autor seines Lieblingsbuches, *Intelligent Investieren*, erstens noch lebte und zweitens dort auch lehrte. Buffett bewarb sich umgehend. Mehrere Wochen später (er bewarb sich im August) schrieb er sich als Student ein, und bald darauf saß er als Klassenbester in Grahams Kurs. Man kann die Intensität des intellektuellen Austausches zwischen diesen beiden Männern nur erahnen. Graham legte das intellektuelle Fundament bei Buffett. Und er, der einzige Student, der jemals bei ihm die Note 1+ erhielt, sog alles auf, was Graham lehrte.

Nach dem Universitäts-Abschluss wollte Buffett um jeden Preis für Grahams Investmentfirma arbeiten, aber er wurde als »überqualifiziert« abgelehnt – worüber er später gerne scherzte –, obwohl er angeboten hatte, ohne Vergütung zu arbeiten. Der wahre Grund, warum er die Stelle nicht bekam, hatte vermutlich mehr damit zu tun, dass Graham-Newman eine der wenigen Investmentfirmen in jüdischem Besitz war; Buffett hätte überall einen anspruchsvollen Job finden können, aber hochqualifizierte Juden, die Graham nicht einstellte, hatten woanders kaum eine Chance.

Enttäuscht kehrte Buffett nach Omaha zurück, um in das Wertpapier-Maklergeschäft seines Vaters einzusteigen. Aber er verfolgte weiter die Idee, mit Graham zusammenzuarbeiten. Ein stetiger Strom von Briefen und Aktienvorschlägen im Laufe der folgenden drei Jahre brachte ihn ans Ziel. Sein Mentor gab schließlich nach und lud ihn 1954 ein, wieder nach New York zu kommen. Buffett verbrachte dennoch nicht viel Zeit bei Graham-Newman – ein Jahr, nachdem er dort eingestiegen war, entschloss sich Graham, in den Ruhestand zu gehen.

Im Alter von 25 Jahren kehrte Buffett wieder nach Omaha zurück, aber dieses Mal nicht mehr, um bei seinem Vater zu arbeiten. Gegen den Rat Grahams und seines Vaters gründete er seine eigene Investmentgesellschaft. Er baute sie nach dem Vorbild von Graham auf und betrieb sie überwiegend gemäß dessen Grundregeln. Graham und Buffett blieben bis zu Grahams Tod im Jahr 1976 in engem Kontakt.

Mr. Market

Grahams wertvollste Erklärung, wie genau kurzfristige Marktineffizienzen wirken, wurde in seinem Konzept des »Mr. Market« auf den Punkt gebracht. Der Wertpapiermarkt verhält sich seiner Meinung nach wie ein launenhafter, manisch-depressiver Mensch, der jeden Tag Aktien kauft und verkauft. Sein Verhalten ist mitunter impulsiv und unvernünftig, und sein Handeln ist schwer vorhersehbar. Manchmal ist er euphorisch und stuft seine Chancen als hoch ein. Dann wird er Ihnen seinen Anteil nur zum Höchstpreis anbieten. Zu anderen Zeiten ist er niedergeschlagen und glaubt nicht an sich oder sein Geschäft. Dann bietet er Ihnen den gleichen Anteil zu einem Schnäppchenpreis an. Oft ist er indifferent. Da Sie nie sicher sein können, in welcher Stimmung Sie ihn antreffen, können Sie davon ausgehen, dass Mr. Market morgen mit ganz anderen Preisvorstellungen zurück sein wird, egal, was Sie heute mit ihm aushandeln.

Den Markt mit der von Graham geschaffenen Metapher zu betrachten, verdeutlicht, warum der Marktpreis an einem beliebigen Tag nicht Ihre Einschätzung vom zugrundeliegenden inneren Wert eines Wertpapiers prägen sollte. Wir müssen selbstständig auf diesen Wert kommen und dürfen nur dann agieren, wenn uns die Stimmung von Mr. Market zupasskommt. Genau das betont Buffett in seinen Briefen, wenn er schreibt: »Eine vorhandene Kursnotierung sollte nie zu einer Verpflichtung werden, bei der die zyklischen Verirrungen wiederum Ihre Beurteilung formen.«⁷ Wenn Sie sich auf den Marktpreis stützen, um ein Geschäft zu bewerten, verpassen Sie womöglich Chancen, zu kaufen, wenn Mr. Market niedergeschlagen ist, und zu verkaufen, wenn er manisch ist. Sie dürfen nicht dem Markt das Denken überlassen. Investoren wissen, dass das ihre Aufgabe ist.

Wenn Sie eine Aktie besitzen, gehört Ihnen ein Geschäft

Diese »Aufgabe« besteht natürlich darin, den Geschäftswert einzuschätzen. Während kurzfristige Preise Mr. Markets gnädiger Stimmung ausgeliefert sein können, wird sich eine Aktie langfristig dem zugrundeliegenden inneren Wert eines Geschäftes annähern. Oder wie Graham es ausdrückt: »Kurzfristig ist der Markt wie ein Stimmungsbarometer, aber langfristig ist er eher wie eine Waage.« Das trifft zu, weil eine Aktie per Definition ein Bruchteil des Eigentums an der gesamten Firma ist. Wenn wir das Geschäft bewerten können, können wir auch die einzelne Aktie bewerten.

Es ist eine mathematische Gewissheit, dass ein Anteil an einem Unternehmen zusammengefasst über die gesamte Lebensdauer des Unternehmens einen Gewinn hervorbringen muss, der genau den Gewinnen aus dem Geschäft des Unternehmens entspricht. Natürlich werden einige Anteilseigner in der Zwischenzeit besser wegkommen als andere, das hängt von ihrem jeweiligen Kauf- und Verkaufszeitpunkt, aber insgesamt und schlussendlich werden die Gewinne der cleveren oder glücklichen Outperformer, Dollar für Dollar ausgeglichen durch einen entsprechenden Betrag der Underperformer, die naiv waren oder Pech hatten. Deshalb werden Investoren, die durch eine solide Analyse in der Lage sind, die langfristigen zukünftigen Erträge zu erraten, wahrscheinlich diese langfristigen zukünftigen Gewinne durch den Besitz von Anteilen erhalten, solange sie darauf achten, dafür nicht zu viel zu bezahlen.

Aus diesem Grund setzen Investoren auf Langfristigkeit. Wir lernen durch Buffetts Lehre, unsere Bestrebungen auf das Geschäft zu konzentrieren, und nicht kurzfristig auf den Moment, in dem sich solide Investitionen wahrscheinlich auszahlen. Wie Buffett es formulierte: »Der Kurs des Aktienmarktes wird größtenteils bestimmen, wann wir recht haben, aber die Genauigkeit unserer Unternehmensanalyse wird weitgehend bestimmen, ob wir recht haben. Mit anderen Worten, wir konzentrieren uns auf das, was passieren soll, und nicht darauf, wann es passieren soll.«⁸

Diese Idee wird in den Briefen durchweg betont, deshalb unterstreiche ich es hier noch einmal: Aktien sind nicht nur Papierstücke, die hin und her gehandelt werden, es sind Anteile an einem Geschäft, von dem vieles analysiert und bewertet werden kann. Wenn sich die Marktpreise eines Geschäfts (Aktien) für eine längere Zeit unterhalb des inneren Wertes bewegen, werden die Marktkräfte die Unterbewertung schließlich korrigieren, denn langfristig ist der Markt effizient.

Das »Wann« ist nicht die entscheidende Frage, da dies von unserem unzuverlässigen Mr. Market abhängt. Zum Kaufzeitpunkt kann man nicht wissen, was ihn aufwachen und den Wert da festlegen lässt, wo Sie ihn deutlich sehen. Allerdings kaufen Unternehmen oft ihre Aktien auf, wenn sie feststellen, dass sie günstig sind. Große Unternehmen und Private Equity Firmen versuchen oft, unterbewertete Unternehmen komplett aufzukaufen. Marktteilnehmer, die sich des Potenzials dieser Bewegungen bewusst sind, suchen und kaufen häufig solche Schnäppchen, bei denen die Preiserhöhung quasi von allein kommt. Buffett lehrt Investoren, darauf zu vertrauen, dass der Markt schlussendlich für die Korrektur sorgt; er konzentriert sich darauf, die richtigen Geschäfte zum richtigen Preis zu finden und klammert den Zeitpunkt, wann man kaufen soll oder wann sich das Investment auszahlt, weitestgehend aus.

Markprognosen

Eine weitere wichtige Lektion besteht in der Erkenntnis, dass die Schwankungen der Marktstimmung zufällig sein können, was sie *per Definition* unvorhersehbar macht. Herausfinden zu wollen, was kurzfristig geschehen wird, ist einfach zu schwierig. Deshalb spielt Buffetts Einstellung gegenüber makroökonomischen Variablen (Aktiengesamtbild, Zinsen, Devisen, Rohstoffe, BIP) keine Rolle bei seinen Anlageentscheidungen. Gepfefferte Kritik an jenen, die kurzfristige Vorhersagen nutzen, um Kauf- oder Verkaufsentscheidungen bei Aktien zu treffen, durchzieht seine Briefe. Er zitiert ger-

ne Graham: »Spekulation ist weder illegal noch unmoralisch, noch macht sie (finanziell) dick.«⁹

Bis zum heutigen Tag ist Buffett dieser Vorstellung treu geblieben. Es sind einfach zu viele Variablen im Spiel. Nichtsdestotrotz pflegen viele Wall-Street-Profis diese Art von Vorhersagen. Es reicht, den Fernseher einzuschalten, um diese Marktexperten zu sehen, die offensichtlich alle der spöttischen Empfehlung von Lord Keynes folgen: »Wenn du die Zukunft nicht gut vorhersagen kannst, dann sage sie oft vorher.«

Als Investoren wissen wir, dass die richtige Antwort auf die Frage, wie sich Aktien, Anleihen, Zinssätze, Rohstoffe et cetera am/im nächsten Tag, Monat, Quartal, Jahr oder sogar über mehrere Jahre entwickeln werden, lautet: »Ich habe nicht die geringste Ahnung.« Durch Buffetts Erkenntnisse lernen wir, nicht dem Sirenenengesang dieser »Experten« zu verfallen und unsere Portfolios durcheinander zu wirbeln, indem wir von Spontaneinschätzung zu Spontaneinschätzung hüpfen und zulassen, dass das, was ein ansonsten vernünftiger Gewinn sein könnte, von Steuern, Gebühren und Zufällen aufgefressen wird. Buffett zufolge sagen die Prognosen meistens mehr über den Prognostizierenden aus als über die Zukunft.

Ein Rat ergibt sich zwangsläufig: Freuden Sie sich mit der Vorstellung an, auch mal sagen zu müssen: »Ich habe nicht die geringste Ahnung.« Das wird Sie davon befreien, wertvolle Zeit und Anstrengungen zu vergeuden. Sie können sich dann auf die Perspektive als Eigentümer oder potenzieller Eigentümer eines vollständigen Betriebs konzentrieren, den Sie vielleicht verstehen und attraktiv finden. Würden Sie eine Farm verkaufen, weil eine 65-prozentige Wahrscheinlichkeit besteht, dass die Zentralbank nächstes Jahr die Zinsen erhöht?

Seien Sie auch bei jedem skeptisch, der behauptet, einen Blick in die Zukunft werfen zu können. Wir müssen noch einmal daran erinnern, dass Sie das Denken nicht delegieren können – Sie müssen es selbst tun. Ihre bezahlten Ratgeber werden Sie wahrscheinlich, bewusst oder unbewusst, in die Richtung steuern, die für *sie selbst* gut ist. Das ist menschlich. Ein großer Teil von Buffetts er-

staunlichem Erfolg während der Jahre der Investmentgesellschaft und auch darüber hinaus stammt daher, dass er niemals vorgab, Dinge zu wissen, die man unmöglich wissen kann. Seine Lehre ermutigt andere Investoren, eine ähnlich skeptische Einstellung anzunehmen und selbst zu denken.

Vorhersehbare Rückschläge

Zur Liste der Dinge, die man unmöglich wissen kann, gehört der Zeitpunkt, wann sich im Markt ein großer Rutsch anbahnt. Das ist ein weiteres Schlüsselprinzip, das Buffett von Graham und seinem Mr. Market abgeleitet hat. Der Markt wird unweigerlich von Zeit zu Zeit in eine negative Stimmung abstürzen – man kann in der Regel sehr wenig dagegen tun, vom Abwärtsstrudel mitgerissen zu werden. Buffett erinnert Investoren daran, dass während solcher Perioden selbst ein Portfolio extrem günstiger Aktien sehr wahrscheinlich mit dem Markt fällt. Er betont, dass dies ein unausweichlicher Bestandteil des Besitzes von Wertpapieren ist, und wenn Sie ein möglicher Verlust von 50 Prozent des Portfoliowertes in Bedrängnis bringen würde, sollten Sie diese nicht kaufen.

Das Gute daran ist, dass ein gelegentlicher Marktabsturz für langfristige Investoren kaum Konsequenzen hat. Sich darauf vorzubereiten, den nächsten Abschwung gelassen hinzunehmen, ist ein wichtiger Bestandteil der Methode, die Buffett entwirft. Während niemand weiß, wie der Markt jeweils im kommenden Jahr sein wird, wird es aller Wahrscheinlichkeit nach in den nächsten ein oder zwei Dekaden zu Einbrüchen von mindestens 20 bis 30 Prozent kommen. Wann genau diese eintreten, ist nicht von großer Bedeutung. Entscheidend ist, wo Sie starten und landen – verändern Sie die Reihenfolge der Plus- und Minusjahre, und Sie werden dennoch am Ende mit dem gleichen Ergebnis herauskommen. Der allgemeine Trend geht nach oben, und solange Sie kein heftiger Einbruch von 25 bis 40 Prozent zwingt, bei niedrigen Preisen verkaufen zu müssen, werden Sie deshalb auf Dauer ziemlich gut mit

Aktien fahren. Sie können das unausweichliche Auf und Ab des Marktes kommen und gehen lassen.

Unglücklicherweise werden diejenigen, denen dieses Gedankengut fehlt, oft zum Opfer ihrer Emotionen und verschleudern aus Furcht alles, nachdem der Markt bereits zurückgegangen ist. Einer Studie von Fidelity zufolge waren die Depothalter mit der besten Performance diejenigen, die ihr Portfolio buchstäblich vergessen hatten.¹⁰ Während die meisten Investoren verkauft haben, wenn der Marktausblick beunruhigend oder auch nur verhangen war, schnitten diejenigen, die den Marktausverkauf ignorierten (oder vergaßen, dass sie investiert hatten), deutlich besser ab. Das ist ein gutes Beispiel: Um ein erfolgreicher Investor zu sein, müssen Sie Ihre emotionale Reaktion auf einen Börsensturz von Ihrer Wahrnehmungsfähigkeit als rationaler Sachverständiger des langfristigen Geschäftswertes trennen. Sie dürfen niemals den Marktkurs von einem Aktivposten zu einer Verpflichtung werden lassen.

Graham beschreibt das auf brillante Weise in seinem Buch *Intelligent investieren*: »Der wahre Investor ist nur selten gezwungen, seine Aktien zu verkaufen. Deshalb können ihm die Kurse im Prinzip egal sein; er braucht nur dann auf die Notierungen achten und entsprechend handeln, wenn es gut in sein Buch passt, ansonsten jedoch nicht. Deshalb macht ein Investor, der sich übermäßige Sorgen wegen ungerechtfertigter Kursrückgänge macht und sich der Hysterie der Börse hingibt, aus seinem Vorteil einen Nachteil. Für ihn wäre es vermutlich besser, wenn seine Aktien überhaupt nicht börsennotiert wären, denn dann würde ihm die mentale Pein erspart, welche die Fehlinterpretationen anderer bei ihm auslösen.«¹¹

*Aus den Partnership Letters: Spekulation,
Marktprognosen und Rückschläge*

18. Januar 1965

»... meine Investment-Philosophie hat sich analog zu der Theorie entwickelt, dass Prophezeiungen oft mehr über die Schwächen des Propheten aussagen, als die Zukunft zu enthüllen.«

12. Juli 1966

»Es ist nicht mein Geschäft, den Aktienmarkt insgesamt vorherzusagen oder Konjunkturschwankungen zu prophezeien. Wenn Sie denken, dass ich das könnte, oder wenn Sie dies als wesentlich für eine Anlage erachten, sollten Sie nicht der Investmentgesellschaft angehören.

Natürlich kann diese Regel als unklar, komplex, vieldeutig, vage et cetera kritisiert werden. Dennoch glaube ich, dass die große Mehrheit unserer Partner versteht, worum es geht. Wir kaufen und verkaufen Aktien nicht auf der Grundlage der Einschätzung, wohin sich der Aktienmarkt nach Meinung anderer entwickeln wird (ich habe dazu niemals eine Meinung), sondern wie sich ein Unternehmen unserer Einschätzung nach entwickeln wird. Der Kurs des Aktienmarktes wird größtenteils bestimmen, wann wir recht haben, aber die Genauigkeit unserer Unternehmensanalyse wird weitgehend bestimmen, ob wir recht haben. Mit anderen Worten, wir konzentrieren uns auf das, was passieren soll, und nicht darauf, wann es passieren soll.

In unserem Einzelhandelsgeschäft kann ich mit ziemlicher Sicherheit sagen: Der Dezember wird besser sein als der Juli (beachten Sie, wie viel Erfahrung ich bereits im Einzelhandel habe). Wirklich bedeutsam ist jedoch nur die Frage, ob dieser Dezember besser ist als der vorige Dezember und ob er uns eine höheren Marge beschert als unseren Wettbewerbern und was wir tun, um die zukünftigen Dezember vorzubereiten. Für unsere Investmentgesellschaft kann ich jedoch nicht sagen, ob der Dezember besser sein wird als der Juli, und ich kann noch nicht einmal sagen, ob der Dezember nicht einen großen Verlust bringen wird. Das kommt manchmal vor. Unsere Investments wissen nicht, dass die Erde 365 Tage (plus einen Vierteltag) braucht, um die Sonne einmal zu umrunden. Schlimmer noch: Sie wissen nicht, dass unser Himmelskompass (und der der IRS) verlangt, dass ich Sie über den Abschluss jeder Umlaufbahn informiere (der Erde, nicht Ihrer). Deshalb brauchen wir einen anderen Maßstab als den Kalender, um unseren Fortschritt zu messen. Offensichtlich

ist dieser Maßstab die im Dow Jones abgebildete grundsätzliche Erfahrung mit Wertpapieren. Wir haben das untrügliche Gefühl, dass dieser Wettbewerber sich für einige Jahre ganz ordentlich anstellen wird (Weihnachten wird kommen, und wenn es im Juli passiert). Wenn wir weiterhin unseren Konkurrenten schlagen wollen, müssen wir uns besser anstellen als nur »ganz ordentlich«. Das ist wie bei einem Einzelhändler, der seine Umsatzerlöse und Gewinnmarge mit denen von Sears vergleicht – übertrifft sie jedes Jahr und irgendwie wirst du Licht am Ende des Tunnels sehen.

Ich komme auf das Kapitel »Marktprognose« nur deshalb zurück, weil mich ein paar der Partner anriefen, nachdem der Dow Jones von 995 im Februar auf 865 im Mai gefallen war. Sie vermuteten, dass die Aktien noch deutlich tiefer fallen würden. Das wirft bei mir immer zwei Fragen auf: (1) Wenn sie im Februar wussten, dass der Dow Jones im Mai auf 865 sinken würde, warum haben sie mir das nicht dann mitgeteilt, und (2) Wenn sie im Februar nicht wussten, was in den folgenden drei Monaten passieren würde, wie wollen sie das dann jetzt im Mai wissen? Es gibt immer Stimmen, die nach einen Verlust von 100 Punkten vorschlagen, zu verkaufen und abwarten, bis die Zukunft klarer wird. Lassen Sie mich noch einmal zwei Punkte anbringen: (1) Für mich stand die Zukunft noch nie fest (rufen Sie an, wenn Sie wissen, was in den nächsten Monaten passieren wird – oder auch nur in den nächsten Stunden) und (2) scheint sich niemals jemand zu melden, wenn der Markt um 100 Punkte steigt, um meine Aufmerksamkeit darauf zu lenken, wie unsicher alles ist, obwohl es im Nachhinein betrachtet im Februar auch nicht erkennbar war.

Wenn wir anfangen, auf der Basis von Prognosen oder Emotionen zu entscheiden, ob wir ein Geschäft abschließen, aus dem wir langfristig einen Vorteil ziehen wollen, stecken wir in Schwierigkeiten. Wir werden unsere Geschäftsanteile (Aktien) besser nicht verkaufen, wenn sie gerade einen attraktiven Preis haben, nur weil irgendein Sterndeuter meint, dass die Kurse sinken könnten – auch solche Vorhersagen werden mit Sicherheit irgendwann tatsächlich

eintreten. Genauso wenig werden wir Wertpapiere kaufen, die gerade günstig sind, weil »Experten« denken, dass deren Preise steigen könnten. Wer würde ernsthaft daran denken, ein Privatunternehmen zu kaufen oder verkaufen, nur weil irgendjemand Vermutungen über den Aktienmarkt anstellt?

Das Vorhandensein einer Kursnotierung für Ihren Geschäftsanteil (Aktie) sollte stets ein Kapital sein, das, falls gewünscht, genutzt werden kann. Wenn sich der Kurs verrückt genug in die eine oder andere Richtung bewegt, machen Sie sich diesen Umstand zunutze.

Eine verfügbare Kursnotierung sollte Sie nie dazu bringen, sich verpflichtet zu fühlen, Ihre Beurteilung daran auszurichten.

Eine wunderbare Beschreibung dieser Vorstellung findet sich in Kapitel 212 (Der Investor und die Schwankungen an der Börse) von Benjamin Grahams Buch »Intelligent Investieren«. Meiner Überzeugung nach hat dieses Kapitel eine größere Bedeutung für das Investieren als alles andere, was je geschrieben wurde.«

24. Januar 1968

»Mein Mentor Ben Graham pflegte zu sagen: ›Spekulation ist weder illegal, noch unmoralisch, noch macht sie (finanziell) dick«. Im vergangenen Jahr war es möglich, durch eine stetige Ernährung aus spekulativen Bonbons fiskalisch anzuspecken. Wir haben weiterhin Haferflocken gegessen, aber wenn sich ein Magen-Darm-Infekt ausbreitet, ist es unrealistisch, zu erwarten, dass wir kein Unwohlsein verspüren werden.«

24. Januar 1962

»Sie können ziemlich sicher sein, dass es im Laufe der nächsten zehn Jahre ein paar Jahre geben wird, in denen der Gesamtmarkt um 20 oder 25 Prozent steigt, ein paar Jahre mit einem Minus in gleicher Größenordnung, und die meisten anderen Jahre irgendwo dazwischen. Ich habe keine Ahnung, in welcher Reihenfolge dies passieren wird, noch denke ich, dass dies für einen langfristigen Investor eine große Rolle spielt.«

18. Januar 1965

»Wenn ein Absturz des Marktwertes Ihrer Beteiligungen (so wie BPL) emotionale oder finanzielle Qualen hervorruft, sollten Sie schlicht und einfach typische Aktienanlagen meiden. Mit den Worten des Poeten Harry Truman gesprochen: ›Wer die Hitze nicht aushält, sollte die Küche verlassen.« Noch besser ist es natürlich, darüber nachzudenken, bevor Sie überhaupt erst die ›Küche‹ betreten.«

Verzinstе Weisheit

Mit der Hilfe von Buffetts Kommentaren und Benjamins Grahams Bild des Mr. Market können wir diese Prinzipien übernehmen und in unsere grundlegende Vorstellung davon integrieren, wie die Märkte funktionieren und wie wir uns darin verhalten sollten. Da wir uns nun als Investoren betrachten, verstehen wir jetzt, dass kurzfristige Schwankungen der Wertpapierpreise oft durch Ausschläge der Marktpsychologie bedingt sind. Doch werden die Ergebnisse langjähriger Investitionen von den zugrundeliegenden Ergebnissen der Geschäfte bestimmt, die wir besitzen, und dem Preis, den wir dafür gezahlt haben. Marktabschwünge sind unausweichlich, und da wir ihr Eintreten nicht vorhersagen können, müssen wir sie als persönlichen Eintrittspreis akzeptieren.

Die Abschwünge beunruhigen uns nicht sehr, da wir verstehen, dass die aktuelle Kursnotierung ein Vorteil ist, den wir nutzen können. Sie erlauben es uns, in Zeiten zu kaufen, in denen sich alle anderen nicht trauen. Sie liefern zudem das mentale Rüstzeug, während der Markteinbrüche standhaft zu bleiben und unsere Depotwerte nicht ausgerechnet zu Niedrigstpreisen zu verschleudern.

Sofern sie die emotionale Standfestigkeit haben, diesen Prinzipien zu folgen, sollten selbst Investoren deutlich besser fahren als der Durchschnitt, die einfach nur sparsam leben und beständig nach Möglichkeiten Ausschau halten, ihre freien Mittel auf dem weiten Markt zu investieren. Sie müssen dafür keine Aktien herauspicken oder gar Geschäfte bewerten. Tatsächlich werden es Inves-

toren, die es schaffen, an diesen Kernvorstellungen ein Investmentleben lang festzuhalten, schwer haben, *sich kein auskömmliches Vermögen aufzubauen*, größtenteils durch die Kraft des Zinseszinses, mit dem wir uns im nächsten Kapitel beschäftigen werden.

KAPITEL 2

ZINSESZINS

»Solche fantastischen exponentiellen Entwicklungen veranschaulichen den Wert dessen, entweder lange zu leben oder das eigene Geld durch Zinseszinsen zu vermehren. Zum ersten Punkt kann ich Ihnen keine hilfreichen Empfehlungen geben.«³

– 18. Januar 1963

Einstein wird zugeschrieben, den Zinseszins als das achte Weltwunder bezeichnet zu haben. Angeblich sagte er, dass »diejenigen, die es verstehen, es verdienen, und die es nicht verstehen, es bezahlen.«⁴

Indem er immer wieder auf humorvolle Geschichten in seinen Briefen zurückgreift, lehrt Buffett Investoren, dass kein anderer Faktor bei der Schaffung von Wohlstand durch Investitionen so machtvoll ist wie der Zinseszins. Der Zinseszins, der sich aus einer lebenslangen Geldanlage ergibt, ist ausnahmslos Ihre beste Strategie.

Ein Anlagekonzept ist von Grund auf ein Zinseszinskonzept. Es handelt sich um einen Prozess, bei dem Gewinne kontinuierlich reinvestiert werden, so dass jede nachfolgende Ergänzung selbst eine Rendite erwirtschaftet. Diese Gewinne auf Gewinne leiten einen immer dominierenderen Beitrag zu den Gesamtgewinnen des Anlagekonzeptes im Laufe der gesamten Zeit. Die zwei bestimmen

den Faktoren für die schlussendlichen Ergebnisse sind (1) die jährlichen durchschnittlichen Zinserträge und (2) die Zeit.

Der Zinseszins bezieht seine Kraft aus seiner exponentiellen Natur: Je länger er sich auswirkt, desto durchschlagender wird seine Wirkung. Die Bedeutung wird von vielen unterschätzt. Zudem braucht der Zinseszinsseffekt viel Zeit, um eine entsprechende Größenordnung zu erreichen, und damit ein entscheidender Treiber innerhalb eines Anlagekonzeptes zu werden. Wenn Sie diese Zusammenhänge früh verstehen und ihnen Zeit geben, brauchen Sie nicht viel mehr, um ein erfolgreicher Investor zu sein. Unglücklicherweise agieren viele Investoren kurzsichtig oder ungeduldig und versäumen es, den ganzen Vorteil aus diesem Potenzial zu ziehen.

Stellen wir uns ein Depot von 100 000 Dollar vor, das 10 Prozent im Jahr erwirtschaftet. Der Gesamtgewinn wird nach einer Fünf-Jahres-Periode rund 7 Prozent höher ausfallen, wenn die Gewinne reinvestiert anstatt abgeschöpft werden. Das ist noch nicht so beeindruckend. Nach zehn Jahren jedoch wird ein Depot, das die Gewinne reinvestiert (lassen Sie uns dieses Depot den *Zinssammler* nennen), 30 Prozent mehr erbringen als eines, das nicht reinvestiert. Ab dem fünfzehnten Jahr wird das Ergebnis »pulsbeschleunigend«⁵. Jetzt ist der Zinssammler rund 70 Prozent besser. Der Zinseszins wirkt exponentiell, der Schwung nimmt mit dem Fortschreiten der Zeit zu. Nach 20 Jahren weitet sich der Vorteil auf 125 Prozent aus. Es gibt nichts Kraftvolleres. Ihrer Gewinne stattdessen abzuschöpfen, schmälert ihren Gesamtgewinn deutlich; als Investoren erlauben wir unseren Gewinnen, sich als Haupttreiber unseres Vermögensaufbaus übereinander aufzutürmen. Wir tun das mit entsprechender Geduld.

Die Bedeutung des Zinseszinses kann man schwer überbewerten. Sie erklärt, warum Charlie Munger einst sagte, dass Buffett einen Haarschnitt für zehn Dollar so betrachtete, als würde er ihn tatsächlich 300 000 Dollar kosten. Das erweist sich noch als bescheiden. Zehn Dollar für einen Haarschnitt, die Buffett im Jahr 1956 eingespart und stattdessen in die Investmentgesellschaft in-

vestiert hätte, wären heute zu über einer Million Dollar angewachsen (zehn Dollar mit 22 Prozent Zins und Zinseszins über 58 Jahre). Durch Buffetts Zinseszinsbrille betrachtet, ist leicht nachvollziehbar, warum er ein so genügsames Leben führt. Seine Haarschnitte waren wirklich kostspielig!

Mit Mitte 20 war Buffett überzeugt, dass die Macht des Zinseszinses ihn reich machen würde. Als er mit etwas mehr als 100 000 Dollar nach Omaha zurückkehrte – und bevor er die Investmentgesellschaften gründete –, betrachtete er sich als Ruheständler. Er stellte sich vor, dass er viel lesen und vielleicht einige Universitätskurse besuchen würde. Er war so vom Zinseszins überzeugt, dass er buchstäblich begann, sich Sorgen über die möglichen nachteiligen Auswirkungen seines zukünftigen Reichtums auf seine Familie zu machen; er wollte keine verwöhnten Kinder und suchte eine Strategie, damit sie bodenständig blieben. Auch wenn dieses Anliegen nachvollziehbar ist, dürfen wir nicht vergessen, dass er in den Zwanzigern war und sehr bescheidene Summen von seinem Schlafzimmer aus investierte.¹⁶

Daraus ergibt sich zwangsläufig eine Empfehlung: Wenn Sie es schaffen, Ihr Einkommen nicht vollständig auszugeben und auch nur eine geringfügig höhere Verzinsung als die durchschnittliche zu erhalten, wird es Ihnen finanziell vermutlich gut gehen. Entscheidend ist Geduld. Sie können Kapitalzuwachs durch Zinseszins nicht erzwingen, Sie müssen ihn über die Zeit entstehen lassen. Betrachten Sie das Beispiel von Ronald Read, einem Tankwart aus Vermont, der ein Nettovermögen von acht Millionen Dollar angesammelt hat, indem er immer einen kleinen Teil seines Gehaltes lebenslang in dividendenstarke Aktien investierte.¹⁷

Buffett war jahrzehntelang genauso unterwegs. Sein Lebens- und Investitionsansatz ist pragmatisch und erfüllend. Seine Geduld und Sparsamkeit haben es ihm erlaubt, den maximalen Betrag an Mitteln zu investieren und zu verzinsen. In Kombination mit der hohen Verzinsung hat ihn das in die Lage versetzt, die größte Spende für wohltätige Zwecke zu machen, die es in der Weltgeschichte je gegeben hat. Und darüber hinaus ist er einer glücklich-

ten Menschen, die ich kenne, der an den meisten Tagen seines Erwachsenenlebens genau das getan hat, was er sich vorgestellt hatte.

Die Freuden des Zinseszinses

Im Gespräch mit Partnern über die Macht des Zinseszinses nutzte Buffett gerne die folgende Tabelle, um die Gewinne der Verzinsung mit Zinseszins von 100 000 Dollar über zehn bis 30 Jahre bei Zinssätzen zwischen vier und 16 Prozent aufzuzeigen:

	4%	8%	12%	16%
10 Jahre	48.024 \$	115.892 \$	210.584 \$	341.143 \$
20 Jahre	119.111 \$	336.094 \$	864.627 \$	1.846.060 \$
30 Jahre	224.337 \$	906.260 \$	2.895.970 \$	8.488.940 \$

Nehmen Sie sich etwas Zeit, um diese Zahlen zu verdauen. Beginnen Sie oben links und arbeiten Sie sich durch bis zu der Zahl unten rechts. Beachten Sie den *gewaltigen* finanziellen Vorteil eines langen Anlagelebens und den *gewaltigen* Vorteil einer hohen Verzinsung. Wenn Sie diese beiden Faktoren kombinieren, sind die Ergebnisse verblüffend: 100 000 Dollar, verzinst mit 16 Prozent, werden nach 30 Jahren über 8,5 Millionen Dollar wert sein!

Buffett bezieht sich in seinen Briefen auf drei unterhaltsame Geschichten: Kolumbus, Mona Lisa und die Manhattan-Indianer (sie werden am Ende des Kapitels vollständig wiedergegeben), um folgende Punkte hervorzuheben: (1) Der Zinseszins reagiert gleichermaßen empfindlich auf Änderungen der zeitlichen Dauer wie auf Zinsänderungen. (2) Scheinbar unbedeutende Änderungen des Zinses summieren sich auf, wenn sie durch die Brille eines langfristigen Anlagekonzeptes betrachtet werden.

Die Geschichte von Christoph Kolumbus veranschaulicht, dass die Zeit definitiv auf unserer Seite ist, wenn es um den Zinseszins

geht. Hätte Isabella nicht 30 000 Dollar ausgegeben, um die Reise von Kolumbus zu finanzieren, sondern diese Summe stattdessen in etwas investiert, das sich mit rund 4 Prozent jährlich verzinst hätte, wäre die Summe im Jahr 1963 auf 2 Milliarden Dollar (7,3 Milliarden Dollar heute) angewachsen. Buffett scherzte: »Ohne den seelischen Gewinn beurteilen zu wollen, den die Entdeckung einer neuen Erdhälfte mit sich bringt, muss darauf hingewiesen werden, dass selbst, wenn die illegalen Siedler ihre Ansprüche durchgesetzt hätten, das ganze Geschäft nicht gerade einer weiteren IBM-Aktie entsprach.«⁸ Mit dem Vorteil langer Zeitperioden türmt sich selbst bescheidenes, zu moderaten Zinsen investiertes Kapital zu gigantischen Summen auf.

Nehmen Sie sich einen Augenblick, um noch mal die Tabelle mit den Zinseszinsseffekten anzusehen und konzentrieren Sie sich dieses Mal auf die Spalte mit 8 Prozent Rendite. Zehn Jahre Zinseszinsen ergeben 115 892 Dollar. Verdoppeln Sie die Zeit und der Gewinn verdreifacht sich. Verdreifachen Sie die Dauer der Verzinsung (von zehn auf 30 Jahre) und der Gewinn nimmt fast um das Neunfache zu.

In der zweiten Geschichte berichtet Buffett von Franz I., der 20 000 Dollar für das Bild der Mona Lisa bezahlte. Hier zeigt Buffett auf, wie hohe Zinserträge *und* eine lange Zeitperiode zu einem aberwitzigen Ergebnis führen, wenn zu stark extrapoliert wird. Wären diese 20 000 Dollar mit 6 Prozent jährlich verzinst worden, wären sie bis zum Jahr 1964 auf 1 Billiarde Dollar angewachsen, ungefähr das 3 000-Fache der heutigen Staatsverschuldung. Buffett hat vielleicht seine Frau gemeint, eine Kunstliebhaberin und zeitweilige Kunstgaleriebesitzerin, als er sagte: »Ich will hoffen, dass dies alle Diskussionen in unserem Haushalt über das Gemäldekaufen als Anlage beendet.«⁹

Zweifellos ergibt die Kombination eines langen Zeitraums mit einer hohen Wachstumsrate in Summe unsinnige Projektionen, wenn man es damit übertreibt. Deshalb hat Buffett immer versucht, die Partner davon abzuhalten, seine Resultate zu weit in die Zukunft zu extrapolieren. Beispielsweise sagte er 1964: »Manche