


Daniel Pecaut • Corey Wrenn



Börsenbuch  Verlag

UNIVERSITY OF
**BERKSHIRE
HATHAWAY**

20 Jahre Aktionärstreffen:
Die wichtigsten Lektionen von

WARREN BUFFETT
und
CHARLIE MUNGER

DANIEL PECAUT • COREY WRENN



UNIVERSITY OF BERKSHIRE HATHAWAY

20 JAHRE AKTIONÄRSTREFFEN:
DIE WICHTIGSTEN LEKTIONEN VON

WARREN BUFFETT
UND
CHARLIE MUNGER

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
University of Berkshire Hathaway: 30 Years of Lessons Learned from Warren Buffett
& Charlie Munger at the Annual Shareholders Meeting
ISBN 978-0-9984062-6-8

Copyright der Originalausgabe 2017:
Copyright © 2017 by Daniel Pecaut & Corey Wrenn
Originally published by Pecaut & Company in 2017
All rights reserved.

Copyright der deutschen Ausgabe 2019:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Matthias Schulz
Gestaltung Cover: Julia Reinel
Gestaltung und Satz: Sabrina Slopek
Bildquelle: Shutterstock
Lektorat: Sebastian Politz
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-86470-618-9

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

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.

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de
www.facebook.com/boersenbuchverlag

Dieses Buch ist meinem Helden gewidmet, Russell B. Pecaut (1902–2000, Dow Jones Industrial Average: 67–11.551). „Papa“, wie wir Enkelkinder ihn nannten, war ein unerschütterlich gut gelaunter Gentleman. Er hat mich in meiner beruflichen Entwicklung sehr unterstützt. Er hat mich gelehrt, dass Optimismus eine Entscheidung ist und dass ein einmal gegebenes Wort gilt. Die Welt könnte ein paar mehr Menschen wie Russell Pecaut gebrauchen. Papa, das hier ist für dich.

Daniel Pecaut

INHALT

Das elektronische Archiv	5
Einführung	6
1998	31
1999	41
2000	51
2001	59
2002	73
2003	87
2004	101
2005	113
2006	127
2007	141
2008	161
2009	183
2010	207
2011	231
2012	251
2013	271
2014	295
2015	307
2016	321
2017	345
ANHANG I: Am Anfang war die Kapitalzuteilung	365
ANHANG II: Spektakuläre Zugewinne bei der Beliebtheit	372
ANHANG III: Lektionen aus der Berkshire Mall	374
ANHANG IV: Verhältnis von Barmitteln, Aktien und Anleihen	376
ANHANG V: Über die Arbeit an diesem Buch	378
Danksagungen und Charts	379

DAS ELEKTRONISCHE ARCHIV

Auf die Frage, warum er so häufig im Fernsehen auftritt, antwortete Warren Buffett: Er mag diese Form der elektronischen Aufzeichnung, denn so besteht nicht die Gefahr, dass man ihn falsch zitiert oder falsch versteht. Tritt er bei Charlie Rose¹ auf, weiß er, dass die Aufzeichnung von Dauer ist und genau das wiedergibt, was er gesagt hat.

**– Auszug aus unseren Notizen zur
Aktionärsversammlung 2010**

Das folgende Buch ist kein elektronisches Archiv, es ist vielmehr das Ergebnis fieberhaften Mitschreibens bei 20 Jahreshauptversammlungen von Berkshire Hathaway. Wir, die Autoren, sind der Meinung, dass unsere Notizen die grundlegende Bedeutung und die dahinterstehende Absicht möglichst wahrheitsgetreu wiedergeben. Wo auch immer uns das nicht gelungen sein sollte, bitten wir im Voraus um Entschuldigung.

¹ Anm. d. Übers.: Moderator einer gleichnamigen Talkshow, die viele Jahre im amerikanischen Fernsehen lief.

EINFÜHRUNG

Auch mein Dad war mein Held, so wie bei Ihnen. Dick war ein toller Kerl und ein kluger Kopf. Sie hatten Glück, ihn als Vater, Lehrer und Inspiration haben zu dürfen.

– Warren E. Buffett (auf die Rückseite eines Rundschreibens von Pecaut & Company geschrieben)

Als mein Vater Dick Pecaut 2009 starb, verfasste ich für das monatliche Rundschreiben meiner Investmentfirma einen liebevollen Nachruf auf ihn. Einige Tage später erhielt ich eines der Rundschreiben zurück. Auf der Rückseite hatte mir das „Orakel von Omaha“, Warren Buffett höchstpersönlich, eine handgeschriebene Botschaft zukommen lassen – der Mann, dessen Denkweise, dessen Strategien und dessen Anlagekenntnisse mein Geschäftspartner Corey und ich seit drei Jahrzehnten studieren. Der Mann, bei dem wir uns geehrt fühlen, seine Weisheiten mit Ihnen auf den folgenden Seiten teilen zu dürfen.

Buffetts Notiz zum Lebenswerk meines Vaters als Anlageberater war herzerwärmend. Gleichzeitig bestätigt sie sowohl die Rundschreiben, die dieses Buch ausmachen, wie auch unsere Arbeit als Anlageberater.

Schon lange kommentieren wir die Arbeit Berkshire Hathaways. Unsere Analysen zu Berkshire Hathaways Chairman Warren Buffett und Vice Chairman Charlie Munger wurden in der *New York Times*, dem *Money Magazine*, *Schiff's Insurance Observer* und vielen anderen Investmentpublikationen abgedruckt. Eines unserer Rundschreiben wurde

in dem Buch *The Real Warren Buffett: Managing Capital, Leading People*¹ von James O’Loughlin thematisiert.

Seit Jahren senden wir unser Rundschreiben ungebeten auch an die Firmenzentrale von Berkshire Hathaway. Bis zu dieser wohlüberlegten Replik wussten wir nicht, ob sich tatsächlich jemand die Mühe machte, einen Blick in den Umschlag zu werfen.²

Corey und ich waren wie elektrisiert: Buffett las unser Rundschreiben! Das bedeutete, was wir schrieben und was wir zu wertorientiertem Anlegen zu sagen hatten, war für den Meister höchstpersönlich von Interesse! Und persönlich kann ich, damals gerade um meinen Vater trauernd, sagen, dass ich nur selten in meinem Leben derart herzliche und aufbauende Worte erhalten habe. Dafür werde ich ihm ewig dankbar sein.

Persönliche Botschaften vom weltgrößten Investor waren bei uns allerdings keineswegs an der Tagesordnung.

Die Anfänge

Ich habe 1979 Harvard mit einem Abschluss in Philosophie verlassen. Während des Studiums belegte ich gerade einmal einen einzigen Kurs zum Thema Wirtschaftswissenschaften. Mir war das zu theoretisch und es ähnelte so gar nicht dem Investieren, wie ich es aus dem Unternehmen meiner Familie kannte. Mein Großvater, mein Vater und mein Onkel hatten 1960 das Börsenmaklerunternehmen Pecaut & Company gegründet. Mein Großvater Russell erzählte häufig mit Staunen in der Stimme, dass sie ab Tag 1 Geld verdient und ihren Schritt nie bereut hätten.

¹ Der Titel stammt von einer von Berkshire empfohlenen Leseliste, die bei der Jahreshauptversammlung 2015 zum Verkauf angeboten wurde.

² Corey und ich waren Anfang 2016 in Mexiko und Corey lernte dort einen Broker aus Omaha kennen, der in den frühen 1980er-Jahren mit Berkshire gehandelt hatte. Corey sagte ihm, dass er für ein Investmentunternehmen arbeite, Pecaut & Company in Sioux City, Iowa, was 90 Minuten von Omaha entfernt ist. Der Broker sagte: „Pecaut? Na klar, ich lese Ihre Rundschreiben.“ Corey sagte: „Aber zuschicken tun wir sie Ihnen nicht, oder?“ Woraufhin der Broker erwiderte: „Nein, ich bekomme sie von jemand anderem.“

Ich selbst stieg Ende der 1970er-Jahre ins Familiengeschäft ein und arbeitete den Sommer über in der Verwaltung. Ich erledigte die Hilfsarbeiten und dazu gehörte es auch, die Belegbögen zum S&P 500³ auf den neuesten Stand zu bringen.

Damals verschickte Standard & Poor's an seine Kunden farblich gekennzeichnete Hefter, die wie ein Satz Enzyklopädien alphabetisch geordnet waren. Jeden Monat traf mit der Post ein Paket mit Blättern ein, die farblich zu den Heftern passten. Grüne Blätter waren die großen Konzerne, gelb war für Aktien kleinerer Unternehmen. Blau stand für Anleihen. Nun musste jemand hergehen und die alten Blätter aus den Heftern nehmen und durch die neuen ersetzen. Dieser Jemand war ich. Ich habe sehr viel gelernt, als ich diese Blätter las.

Nach meinem Abschluss trat ich eine Vollzeitstelle im Familienunternehmen an. Ich hatte das Gefühl, der Aufgabe überhaupt nicht gewachsen zu sein und nicht die geringste Ahnung zu haben. Unser Familienbetrieb war sehr klein, so etwas wie eine formelle Ausbildung oder Strukturen zur Einarbeitung existierten nicht. Nur selten setzte sich mein Vater mit mir zusammen und sprach darüber, wie die Dinge liefen. Ich quälte mich damit, wie schlecht ich meiner Meinung nach arbeitete. Erfahrung sammelte ich durch Ausprobieren, durch Versuch und Irrtum, wenn man so will.

Ein Irrtum, den ich beging, war der Optionshandel. Das war schnell und aufregend, theoretisch konnte man binnen kürzester Zeit sein Geld verdreifachen. Jetzt muss man dieses Kunststück doch nur noch ein paar Mal wiederholen und schon hat man ein sehr gutes Jahr. Ein Jahr lang tüftelte ich an einer Erfolgsstrategie für den Optionshandel. Und wie fiel meine Bilanz am Ende dieses Jahres aus? Ich hatte ungefähr 100 Dollar verdient. Bricht man das auf die Zahl an Stunden herunter, die ich damit verbracht hatte, kam ich auf einen Stundenlohn von etwa 10 Cent.

³ Anm. d. Übers.: Der Aktienindex Standard & Poor's 500 enthält die 500 nach Marktbewertung größten US-Unternehmen, die an der Börse notiert sind.

Das war ganz offensichtlich die Mühe nicht wert. Auf kurze Sicht zu handeln, mag für den einen oder anderen funktionieren, aber meine Sache war es nicht. Ich brauchte einen anderen, besseren Ansatz.

1982 dann las ich das Buch *The Money Masters* von John Train. Darin werden neun herausragende Investoren vorgestellt, unter anderem John Templeton und Warren Buffett. Bei der Lektüre dieses Buchs ging mir ein Licht auf und ich erklärte: „Ich gehe wieder zur Schule. Diese Investoren sind meine Professoren. Mein Lehrplan wird alles sein, was sie sagen und schreiben.“ Was war ich aufgeregt. Ich würde die genialsten Investoren der Welt studieren, als seien sie meine Harvard-Professoren. Ich war begierig darauf, alles über sie zu erfahren und dahinterzukommen, wie man so wie sie investiert.

Von nun an definierte ich meine Rolle im Unternehmen dahingehend, dass ich dort sei, um zu lernen. Je mehr ich lernte, glaubte ich, desto besser würden meine Entscheidungen sein und desto besser würde ich unseren Kunden helfen können.

Wer zählte also im Laufe der Zeit zu meinen Professoren? Leute wie Sir John Templeton (vom Templeton Growth Fund)⁴, George Michaelis von Source Capital (einem herausragenden geschlossenen Investmentfonds), Jean-Marie Eveillard (der das Unternehmen leitete, das heute als First Eagle Global Fund firmiert), Bob Rodriguez (First Pacific Advisors) oder Marty Whitman (Third Avenue Value Investors). Diese Fachleute vermittelten allesamt großartige Erkenntnisse und Anleitung.

Unter all diesen brillanten „Professoren“ aber gab es keine, die lehrreicher waren als Warren Buffett und Charlie Munger von Berkshire Hathaway.

Sobald ich erkannt hatte, dass Buffett zu den Leuten gehörte, von denen ich lernen wollte, verschlang ich all seine jährlichen Schreiben an

⁴ 1987 reiste ich mit einer Gruppe Investoren auf die Bahamas, wo wir uns mit John Templeton in dessen Firmensitz treffen wollten. In seinem mit Mahagoni ausgelegten Büro war er dann genauso würdevoll und ehrwürdig, wie ich es mir immer vorgestellt hatte. Dieses großartige Treffen zählt für mich zu den Höhepunkten meiner Karriere.

die Berkshire-Aktionäre. Ich lernte jemanden kennen, der noch die Schreiben aus der Zeit hatte, bevor Buffett Berkshire übernahm, und auch diese verschlang ich. Ich fand es toll, sie zu lesen.

Von meinem Zuhause aus waren es mit dem Auto gerade einmal 90 Minuten nach Omaha, wo Berkshires Jahreshauptversammlung stattfindet. Doch um daran teilnehmen zu können, musste man Aktionär sein.

Mutig kaufte ich noch im selben Jahr eine einzelne Berkshire-Hathaway-Aktie. Preis: 2.570 Dollar. Diese eine Aktie ebnete den Weg für eine seit über 30 Jahren andauernde erstklassige Ausbildung bei zwei der allerbesten Professoren, bei denen man das Glück haben kann, etwas zu lernen.

„Universität Berkshire Hathaway“

Ich erinnere mich noch ganz deutlich an meine erste Aktionärsversammlung 1985. Es war eine spannende und gleichzeitig heimelige Angelegenheit im Joslyn Art Museum in Omaha.

An der Tür stand Corey Wrenn, ein örtlicher Wirtschaftsprüfer, den ich kannte, und kontrollierte die Tickets.⁵ Er war relativ neu dabei, arbeitete nämlich erst seit 1983 in Berkshires Revisionsabteilung.

Corey hatte nach dem College zwei Jahre in Sioux City, Iowa, als Buchprüfer gearbeitet. Dann kam er zu der Erkenntnis, dass er das nicht

⁵ Bei dem Treffen 1984 war Corey nur als Beobachter dabei. Da keine 50 Leute teilnahmen, musste er auch nichts tun. Im Jahr darauf allerdings war die Menge deutlich größer geworden, insofern hieß es „Alle Mann an Deck“. Coreys Aufgabe war es, die Eintrittskarten der in den Saal strömenden Aktionäre zu überprüfen, doch die Massen überrannten ihn sehr schnell. Irv Blumkin, eine Führungskraft von Nebraska Furniture Mart, erkannte Coreys Notlage und half ihm bei der Einlasskontrolle. Während Corey hektisch die Tickets kontrollierte, versuchte ein Mann, sich einfach so hindurchzumogeln. „Hey, hören Sie! Sie brauchen ein Ticket!“, rief Corey und der Mann blieb stehen. Da erkannte Corey, dass es sich um Warren Buffett handelte. Corey entschuldigte sich und Buffett ging weiter. Später tauchte noch eine Frau mit sechs, sieben Leuten im Schleptau auf und ging einfach so in den Saal, ohne eine Eintrittskarte vorzuweisen. Wieder machte Corey sich bemerkbar: „Entschuldigung, aber Sie brauchen eine Eintrittskarte!“ Die Frau sah ihn an und sagte: „Ich bin Susie Buffett.“ Corey war es also auf einen Schlag gelungen, sowohl Warren Buffett als auch seine Frau am Versuch zu hindern, in ihre eigene Versammlung zu gelangen. Corey war das *sehr* peinlich.

für den Rest seines Lebens würde machen wollen. Während er sich nach einer neuen Beschäftigung umsah, rief ihn ein Headhunter aus Omaha an. Berkshire Hathaway suche einen Betriebsprüfer, erklärte er ihm. „Berkshire wer?“, erwiderte Corey. „Das Unternehmen von Warren Buffett“, sagte der Headhunter. „Warren wer?“, lautete Coreys Antwort. Er hatte nicht die geringste Ahnung, von wem oder was die Rede war. Trotzdem nahm er das Jobangebot an und arbeitete mit sechs, sieben anderen Leuten in der Revisionsabteilung. Sie prüften die Tochterfirmen von Berkshire und bereiteten Abschlüsse für die Quartalsberichtserstattung und für Buffetts persönlichen Gebrauch vor.

Als ich erfuhr, dass Corey dort angestellt worden war, überkam mich ein Anflug von Eifersucht. Er konnte aus erster Hand von Buffett lernen, darauf war ich neidisch.⁶

Aber mir ging es damals nicht um Corey, mein Blick klebte an der Bühne. Vor einem Publikum von 300 Aktionären („Ganz schön viel“, dachte ich damals) saßen dort Warren Buffett und Charlie Munger.

Mir war klar: Wenn ich etwas lernen wollte, würde ich aufstehen und fragen müssen, was ich wissen wollte. Also füllte ich Seite um Seite mit detaillierten Fragen und bereitete mich auf meinen Gang zum Mikrofon vor.

Nervös stellte ich meine einzige Frage und ihre Antwort sprudelte förmlich vor geistiger Klarheit und Intellekt. „Wow“, dachte ich. „Was für eine fantastische Antwort. Sie haben meine blöde Frage genommen und daraus ein Meisterwerk geformt.“

„Warum bin ich erst jetzt hier?“, fragte ich mich als Nächstes. „Warum war ich nicht schon früher hier?“

Bei dieser Aktionärsversammlung erfuhr ich, dass Berkshire 80 Prozent von Wesco Financial gehörte, wo Charlie Munger als Chairman fungierte. Also flog ich nach Pasadena, um an der Aktionärsversammlung von Wesco teilzunehmen. Das war eine deutlich intimere Veranstaltung.

⁶ Nie hätte ich damals geahnt, dass Corey acht Jahre später Berkshire verlassen würde, um mein Geschäftspartner zu werden.

Bei der ersten Wesco-Aktionärsversammlung, an der ich teilnahm, waren nur 15 Leute anwesend und die Hälfte davon war bei dem Unternehmen beschäftigt. Erneut hatte ich Fragen vorbereitet. Nach meinen ersten drei Fragen war klar, dass ich noch deutlich mehr Fragen stellen würde.

Ich war nervös. Hinter seiner Brille mit Gläsern so dick wie der Boden einer Coca-Cola-Flasche strahlte Munger eine beeindruckende Präsenz aus. Er wirkte wie ein alter Professor, der keine Geduld für dumme Leute aufbringt. Ich stand auf und stammelte: „Es tut mir leid, aber ich habe jede Menge Fragen. Sieht so aus, als würde ich als einziger alle Fragen stellen. Ich hatte nicht vorgehabt, die Versammlung an mich zu reißen.“

Freundlich antwortete Munger: „Deshalb sind wir doch hier. Ich werde Ihre Fragen bis zur letzten beantworten. Wer vorher gehen möchte, kann dies tun. Aber ich werde hier sein.“⁷

„Wow“, dachte ich, „na schön, dann legen wir mal los.“ Ich weiß nicht, wie lange das Ganze letztlich dauerte, aber ich war im siebten Himmel. Dieses Maß an Erfahrung direkt vorgesetzt zu bekommen, hat meinen Lernprozess zweifelsohne beschleunigt.

„Universität Berkshire Hathaway“, das war mein Spitzname für die angesammelten Weisheiten von Warren Buffett und Charlie Munger.

Der Lehrplan eines jeden Jahrs besteht aus den Jahresberichten von Berkshire Hathaway und den Vorträgen, die auf den Jahreshauptversammlungen gehalten wurden. Der Studiengang ist nun auf diesen Seiten abrufbar. Corey und mich hat er deutlich mehr als jede andere Quelle über das Investieren gelehrt.

Für unsere Weiterentwicklung als Value Investors, als wertorientierte Anleger, war es sehr wichtig, Berkshires Jahresberichte zu studieren,

⁷ Im Laufe der Jahre habe ich Munger zahlreiche Fragen gestellt, Corey dagegen nur eine. Seine Frage und Mungers Antwort wurden in einem anderen Buch abgedruckt, das es auf die Liste von Berkshires Leseempfehlungen geschafft hat: *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*.

den jährlichen Aktionärsbrief zu lesen und Buffett und Munger bei der Jahreshauptversammlung zuzuhören. Das waren die zentralen Bausteine unseres Lehrplans – eines Programms, das es problemlos mit den meisten MBA-Studiengängen aufnehmen kann.⁸ Diese Punkte sind die Ecksteine unserer fortwährenden Weiterbildung.

Für uns beide ist es ganz klar die beste Investition, die wir jemals getätigt haben.

Einmal im Jahr steht einem das wohl beste Investmentteam der Welt zur Verfügung und beantwortet Fragen. Es ist ein fantastisches alljährliches Tutorium zur Geschäftswelt. Buffett hat erklärt, dass er früher Angst davor hatte, öffentlich zu sprechen. (Allein schon die Vorstellung machte ihn körperlich krank.) Zum Glück sind Buffett und Munger mit der Zeit immer mehr in die Lehrerrolle hineingewachsen. Heute sind sie hervorragend darin, Wissen zu vermitteln. Ihre Weisheit und ihre Bereitschaft, andere an ihrem Wissen teilhaben zu lassen, machen jede Jahreshauptversammlung zu einem unbezahlbaren Kapitel in einer Reihe herausragender Vorträge.

Der unaufhaltsame Aufstieg von Berkshire Hathaway

Die Behauptung, Warren Buffett und Charlie Munger seien die größten Investoren unserer Zeit, würde an der Wall Street wohl nur wenig Widerspruch erwecken. Sie sind genial, wenn es darum geht, immaterielle Vermögenswerte zu erkennen und ihren Wert richtig einzuschätzen.

Für einen Value Investor sieht der Idealfall so aus: Man entdeckt ein Unternehmen, das dabei ist, seinen inneren Wert zu steigern. Idealer-

⁸ Der Autor Timothy Ferriss sagte: „Mehrere Veteranen haben mir im Vorfeld der Pilgerfahrt erklärt: ‚Es ist, als ob man einen MBA im Lauf eines Wochenendes machen würde.‘ Das klang für mich arg übertrieben und nach Heldenverehrung, aber inzwischen würde ich sogar noch einen Schritt weiter gehen: Für mich ist es ein Wochenende, das mehr bringt als die meisten MBA-Kurse. Aus der Erfahrung abgeleitete Strategien für die echte Welt? Check. Netzwerken? Großes ‚Check‘. Das einzige, was dem Buffett-Mekka zu fehlen schien, war das Preisschild von über 100.000 Dollar.“

weise verzeichnet das Unternehmen gerade Kursverluste, wodurch es mit der Zeit zu einem noch besseren Geschäft wird. Niemand hat dieses Prinzip so effektiv angewandt wie Buffett und Munger. In den vergangenen 50 Jahren strebten sie beständig danach, gute Unternehmen ganz oder in Teilen günstig zu erwerben. Um mit diesem Ansatz Erfolg zu haben, muss man seine Emotionen im Griff haben. Buffett und Munger ragen aus der Masse heraus, wenn es darum geht, den Wert eines Unternehmens richtig zu interpretieren und in seinen Handlungen unerbittliche Rationalität walten zu lassen.

Die Ergebnisse waren atemberaubend.

Unter der Führung von Buffett und Munger hat sich Berkshire Hathaway zu einer der größten Wirtschaftsgeschichten des 20. und 21. Jahrhunderts entwickelt.

Ein kurzer Abstecher in die Geschichte

Warren Buffett hat an der Universität von Nebraska studiert, anschließend schrieb er sich an der Columbia Business School ein. Dort wollte er vom Vater des Value Investing lernen – von Benjamin Graham. Buffett wurde Grahams bester Student, anschließend holte ihn Graham zu seinem Anlageunternehmen Graham Newman.

Mit den Erfahrungen, die er dort sammeln konnte, gründete Buffett schließlich seine eigene Partnerschaft in Omaha. Von Anfang an schnitt er phänomenal ab. Aus 10.000 Dollar, die man 1956 in seine Partnerschaft investierte, wurden bis 1969 satte 200.000 Dollar. Das entspricht einer Durchschnittsrendite von 25,9 Prozent pro Jahr. Es ist unglaublich, aber das Unternehmen verzeichnete nicht ein einziges negatives Jahr – und das, obwohl der Markt während dieser Phase sechs Jahre lang negativ abschloss.

1959 lernte Buffett auf einer Dinnerparty Charlie Munger kennen, der wie er aus Omaha stammte. Beide erkannten sofort, wie intelligent ihr Gegenüber war. Munger hatte im Rechtswesen gearbeitet, aber Buffett überzeugte ihn davon, dass er, wenn er richtig Geld verdienen wol-

le, ins Investmentbusiness einsteigen solle.⁹ Munger gründete 1962 seine eigene Investitionspartnerschaft Wheeler, Munger & Co. Er und Buffett arbeiteten von da an bei einigen Investmentideen zusammen, sowohl formell als auch informell.

Berkshire Hathaway war ursprünglich ein Textilunternehmen aus den Neuenglandstaaten. Die Aktie wurde mit massivem Abschlag gehandelt, der Buchwert belief sich auf 19 Dollar, das Nettoumlaufvermögen auf mehr als 11 Dollar pro Aktie und Buffett kaufte sich für 7 bis 8 Dollar pro Anteil ein. Er erwarb die Aktien mit einem Abschlag auf die Nettoliquidität und liquiditätsnahe Vermögenswerte.

Damals war der Abstieg der Textilindustrie in den USA in vollem Gange. Berkshire Hathaway konsolidierte und stieß Vermögenswerte ab. Mit den Einnahmen aus diesen Geschäften kaufte das Unternehmen seine Aktien zurück – ein kluger Schachzug, da die Aktie dermaßen billig war. 1963 schlug Berkshire in großem Stil zu und kaufte nahezu ein Drittel seiner Anteile zurück. Die Eigner von Berkshire Hathaway verfolgten Buffetts Vorgehen voller Argwohn und wollten ihn aus ihrem kleinen Königreich hinausdrängen. Sie boten ihm 11,50 Dollar pro Aktie. Buffett willigte ein. Das wären etwa 40 Prozent Gewinn in einem kurzen Zeitraum gewesen.

Dann jedoch kam das schriftliche Angebot und es belief sich auf weniger als auf den vereinbarten Betrag. Zwar waren es nur Pennys, aber die Unaufrichtigkeit ärgerte Buffett. Versuchten die doch glatt, ihn um 12,5 Cent pro Aktie zu leimen! Also ging Buffett den anderen Weg: Er kaufte in zunehmendem Maße Anteile von Berkshire, bis er die Kontrolle über das Unternehmen an sich reißen konnte. Dann setzte er den Kerl, der ihn hatte leimen wollen, vor die Tür. 1964 übernahm Warren

⁹ Reich wollte Munger werden. „Nicht, weil ich Ferraris wollte, sondern weil ich die Unabhängigkeit wollte. Ich wollte sie unbedingt. Ich hielt es für würdelos, anderen Menschen Rechnungen schicken zu müssen. Ich weiß nicht, woher diese Vorstellung kam, aber ich hatte sie.“

Buffett die Macht bei diesem kleinen Textilbetrieb aus Neuengland und das Unternehmen wurde seine neue Basis für Investitionen.

Sein Vorgehen ergab damals überhaupt keinen Sinn: Buffett hatte ein Unternehmen gekauft, das sich auf einem absteigenden Ast befand und für dessen Führung er nicht im Geringsten befähigt war. Später sollte er witzeln, er hätte doch lieber das Geld nehmen sollen, das wäre die klügere Entscheidung gewesen.

Tatsächlich erwies sich das Textilunternehmen als ein perfektes Mittel für Investitionen. Mit den Berkshire-Hathaway-Aktien verfügte Buffett über ein börsennotiertes Unternehmen mit eigenem Kapital. Wenn es um Finanzmanagement geht, bietet diese Unternehmensstruktur beträchtliche Vorteile.

Vorher, in seiner Partnerschaft, galt: Zogen Aktionäre ihre Aktien ein, kam das Geld dafür direkt aus der Kasse. Wollen hingegen heutzutage Berkshire-Hathaway-Aktionäre ihre Anteile abstoßen, hat das keinerlei Auswirkung auf das zur Verfügung stehende Kapital. Solange Buffett keine Dividende auszahlt, verlässt keinerlei Kapital die Firma. Er konnte das Firmenkapital dazu einsetzen, langfristig zu investieren und andere Unternehmen ganz oder anteilig zu kaufen. Die Struktur von Berkshire macht es darüber hinaus möglich, in speziellen Situationen opportunistisch zu investieren.

Mit den Jahren fuhr Buffett den Textilanteil des Unternehmens zurück. Er verkaufte Vermögenswerte, um mehr Barmittel zur Verfügung zu haben. Mit diesen Mitteln machte er sich daran, seine Maschine zur Vermögensvermehrung zu bauen.

1967 kaufte Buffett das Versicherungsunternehmen National Indemnity, seitdem sind Versicherungsgeschäfte ein zentraler Bestandteil von Berkshire Hathaway. Er liebt das Versicherungsgeschäft. Dank ihres sogenannten Floats sind Aktivitäten im Versicherungsbereich gut geeignet dafür, Vermögen zu mehren.

Versicherungsunternehmen kassieren Prämien, von denen ein beträchtlicher Teil zurückgelegt wird, um künftige Schadensansprüche

begleichen zu können. Diese Reserve (der „Float“) bringt Berkshire Geld ein und dient als Hebel für die Kapitalrendite des Unternehmens. Gelingt es, so zu arbeiten, dass man den Float zu geringen Kosten generieren und mit der Zeit steigern kann, verfügt man über eine Maschine zur Vermögensvermehrung. Munger sagte einmal: „Generiert man einen Float zu drei Prozent per annum und kauft mit den Erlösen aus diesem Float Unternehmen, die 13 Prozent per annum bringen, ist man unserer Einschätzung nach in einer sehr guten Position.“ Nur wenige Investoren begreifen, dass der Float eines der Erfolgsgeheimnisse Berkshires ist.

Auf jeden Dollar Aktienkapital kamen mit der Zeit rund 50 Cent im Float. Berkshire hat im Laufe der Jahre 1,50 Dollar für jeden Dollar Kapital investiert und auf diese Weise seine Renditen gehebelt. Dass Berkshire langfristig so überdurchschnittlich gut abgeschnitten hat, lässt sich darauf zurückführen, dass Buffett und Munger diese brillante Erkenntnis hatten und sie so hervorragend umsetzen konnten. Das ist natürlich nichts, was Sie oder ich einfach so kopieren könnten.

1972 kaufte Berkshire See's Candy. Buffett bezahlte einen höheren Preis, als es normalerweise bei ihm üblich gewesen wäre, aber dafür stellte er fest, was für eine großartige Cash-Maschine eine gute Marke sein kann. Er lernte etwas über die Macht der Marke und die Vorzüge von Unternehmen, die zum Wachsen nicht viel Kapital benötigen. Um Schokolade zu verkaufen, bedarf es nicht viel Innovation. Sie wird nicht obsolet. Hat man eine gute Marke, stehen die Kunden an jedem Valentinstag wieder vor der Tür.

Die Versicherung als Plattform und Qualitätsmarken als Cash-Generatoren – diese beiden Elemente dienen als Grundlage für die Vermögensvermehrungsmaschine, die Berkshire Hathaway darstellt.

Ein anderes wichtiges Unternehmen, das Buffett kaufte, war GEICO. Mit ihm verbindet Buffett eine lange gemeinsame Geschichte. Sein Mentor Ben Graham hielt während seiner Zeit bei Graham Newman GEICO-Anteile. Buffett schrieb seine Abschlussarbeit an der Universität von Nebraska über GEICO. Als er das Unternehmen nun betrachtete, begriff

er: GEICO verfügte über ein fantastisches Geschäftsmodell, es musste, um erfolgreich zu sein, nur richtig geführt werden.

Mitte der 1970er-Jahre geriet GEICO in schwieriges Fahrwasser und der Aktienkurs brach ein. Das Unternehmen holte einen neuen CEO, Jack Byrne, und Buffett war zuversichtlich, dass Byrne der richtige Mann für die Aufgabe sein würde. Also kaufte er bergeweise GEICO-Aktien.¹⁰

Munger liquidierte seine Partnerschaft 1976. Wheeler-Munger hatte zwischen 1962 und 1975 durchschnittlich 24,3 Prozent Gewinnwachstum pro Jahr verzeichnet, der Dow Jones Industrial Average kam für denselben Zeitraum auf 6,4 Prozent. 1978 wurde Munger Vice Chairman von Berkshire Hathaway.

Neben dieser Aufgabe fungierte er von 1984 bis 2011 noch als CEO und Chairman von Wesco Financial, der Holding für Mutual Savings, eine Bausparkasse in Pasadena. Wesco gehörte zu 80,1 Prozent Blue Chip Stamps, seinerseits wiederum eine hundertprozentige Berkshire-Hathaway-Tochter.¹¹ Im Laufe der Jahre entwickelte Wesco einen Ruf als eine Art „Mini-Berkshire“, während Munger das Firmenskapital in Rückversicherer, das Büromöbel-Unternehmen Cort, Kansas Bankers Surety und in einige seiner Lieblingsaktien pumpte.

Mit der Zeit hat sich Berkshire Hathaway viele großartige Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen zusammengekauft wie etwa Versorgerbetriebe (Berkshire Hathaway Energy), Verbraucherprodukte (Coca-Cola-Anteile) und sogar Medien (die *Buffalo News* und Anteile an der *Washington Post*).

Für die Öffentlichkeit gilt Berkshire seit Langem als eine Art offener Investmentfonds mit großen Aktienbeteiligungen. Dabei werden aber ei-

¹⁰ Im Laufe der Zeit kaufte GEICO mehr und mehr eigene Aktien zurück, wodurch Berkshire prozentual gesehen ein immer größerer Aktionär wurde. 1996 übernahm Berkshire dann GEICO zu 100 Prozent, was es Berkshire ermöglichte, aggressiv in GEICOs Wachstum zu investieren. Diese Entwicklung hat viel zum Vermögen Berkshires beigetragen.

¹¹ Im Juni 2011 kaufte Berkshire die noch fehlenden 19,9 Prozent von Wesco.

nige Dinge unterschätzt beziehungsweise ignoriert: 1. Berkshires Versicherungsfirmen produzieren beeindruckende Mengen an Float zu geringen Kosten. 2. Berkshire verfügt über einen beeindruckenden und wachsenden Stall an Betriebsgesellschaften, die Cash generieren. 3. Berkshire ist ausgesprochen gut darin, wertsteigernde Transaktionen in die Wege zu leiten.

Mit seinen milliarden schweren Reserven an Barmitteln und festverzinslichen Wertpapieren stellt Berkshire heute ein wahres finanzielles Fort Knox dar. Während des ersten Jahrzehnts des 21. Jahrhunderts (dem „verlorenen Jahrzehnt“) musste sich Buffett Kritik anhören, weil er auf enormen Mengen an Barmitteln und Anleihen saß. Als die Subprime-Hypotheken-Krise ausbrach, wurden Buffett und Munger aktiv und investierten wie wild.

Als Amerikas „Käufer der letzten Instanz“ befand sich Berkshire in der glücklichen Position, bei allen anständigen Geschäften mitmischen zu können. Während die Kleinanleger ihre Anteile abstießen, waren Buffett und Munger damit beschäftigt, zu kaufen und zu kaufen. So erwarben sie eine Eisenbahn (Burlington Northern Santa Fe, BNSF) und das Chemieunternehmen Lubrizol. Sie vergaben Kredite mit Optionen gegen hohe Zinsen. Sie investierten Kapital bei BNSF und bei Mid-American Energy. Alles in allem dürfte Berkshire während der Subprime-Krise rund 100 Milliarden Dollar ins Spiel gebracht haben – mit Renditen im zweistelligen Prozentbereich.

Im Verlauf der vergangenen 32 Jahre hat Berkshire einen Bestand an fantastischen, voneinander unabhängigen und großartigen Unternehmen zusammengetragen, die viel Barmittel für weiteres Wachstum generieren. Würde sich Berkshire ausschließlich auf das Geschäft mit Anlageportfolios beschränken, würde man zum Managen dieses Portfolios Anlagegenies wie Buffett und Munger benötigen, die entscheiden müssten, wann man kauft und wann es besser ist, zu verkaufen.

Aber wenn man über großartige Unternehmen verfügt, ist die Anwesenheit von Buffett und Munger weniger stark gefragt. GEICO wird auch weiterhin Kfz-Versicherungen verkaufen. Burlington Northern wird

auch weiterhin Waren auf der Schiene transportieren. Diese Unternehmen werden auch ohne sie weiterlaufen. Auf diese Weise haben Buffett und Munger vorsätzlich Berkshire so aufgestellt, dass es auch nach ihrem Ableben noch weiter erfolgreich agieren wird.

Heute zählt Berkshire Hathaway zu den größten Mischkonzernen der Welt. Das Magazin *Fortune* führte Berkshire 2017 mit einem Umsatz von 223 Milliarden Dollar, einem Gewinn in Höhe von 24 Milliarden Dollar und Vermögenswerten im Umfang von 620 Milliarden Dollar als zweitgrößtes Unternehmen des Landes (hinter Walmart). Mit 283 Milliarden Dollar Eigenkapital und 91 Milliarden Float verfügt Berkshire über reichlich Mittel, seinen operativen Betrieb zu finanzieren.

Beim Börsenwert liegen nur noch Apple, Google/Alphabet, Exxon-Mobil und Microsoft vor Berkshire, wenn es um den Titel des wertvollsten Unternehmens Amerikas geht. Berkshire steht weiterhin für einen soliden Wert, ein unterdurchschnittlich großes Risiko und beispiellose Qualität. Es ist ein herausragendes Unternehmen und sein relativer Wert ist größer als fast alles, was der amerikanische Aktienmarkt zu bieten hat.

Berkshire vs. S&P 500 (oder 884,319 Prozent zu 12,717 Prozent)

Vor 52 Jahren übernahm Buffett Berkshire und seitdem ist der Buchwert pro Aktie von 19 Dollar auf 172.108 Dollar gestiegen. Das entspricht einer Steigerung von durchschnittlich 19 Prozent pro Jahr. Der S&P bildet einen Querschnitt der amerikanischen Unternehmenswelt ab und gilt insofern als sichere Wahl (weil man nicht alles auf eine Karte setzt). Insofern muss Berkshire also besser als der allgemeine Markt abschneiden, damit sich das Risiko lohnt, Berkshire-Aktien zu halten.

Dieser Auftrag wurde erfüllt: 19 Prozent ist ein fast doppelt so großes Wachstum wie die 9,7 Prozent, die der S&P 500 über denselben Zeitraum von 52 Jahren hinweg jährlich im Schnitt zugelegt hat.

Berkshire hat während negativer Jahre beständig besser abgeschnitten als der S&P 500. Von 52 Jahren schloss der S&P elf Jahre negativ ab. Der kumulierte Verlust für diese elf Jahre beläuft sich auf 251,4 Prozent. Berkshire Hathaway dagegen hatte während desselben Zeitraums nur zwei negative Jahre und weist für die elf Jahre, die für den S&P 500 negativ verliefen, ein kumuliertes Plus von 117,8 Prozent aus. Das ist ein unglaublicher Vorteil von 369,2 Prozentpunkten gegenüber dem S&P.

Von der Outperformance, die Berkshire gegenüber dem S&P gelang, erwirtschaftete Berkshire über zwei Drittel während negativer Jahre. Das sind die Früchte der „Nicht die Nerven verlieren“-Philosophie, die Buffett und Munger verfolgen. Dass Berkshire auf der Langstrecke dermaßen viel Vermögen schaffen konnte, hat damit zu tun, dass sie verlustbringende Ideen vermieden und es ihnen gelang, auf Bullenmärkten Geld zu verdienen.

Ein kleiner Vorteil bei den jährlichen Zuwächsen schlägt sich mit der Zeit dank des Wiederanlage-Prinzips als gewaltiger Vorteil nieder. Wer 1965 einen Dollar in Berkshire investiert hat, durfte miterleben, wie bis 2016 aus diesem Dollar unglaubliche 884.319 Dollar wurden. Der Zuwachs beim S&P 500 im selben Zeitraum betrug 12.717 Prozent.

Corey und ich kennen diese Zahlen seit Jahren, aber bis heute stehen wir sprachlos vor der unglaublichen Leistung von Buffett und Munger. Ihnen ist eine der größten Vermögensbildungen in der Geschichte der Menschheit gelungen. Fünf Jahrzehnte lang hat sich Geld unter Buffetts Kontrolle auf phänomenale Weise vermehrt.

„Woodstock für Kapitalisten“

Im gleichen Maß, wie der Ruhm und der Wohlstand Buffetts und Mungers zunahm, wuchs auch die Aufregung rund um Berkshires einstmals ganz bescheidenen Jahreshauptversammlungen.

Wie bereits erwähnt, nahm ich 1985 erstmals an einer Berkshire-Jahreshauptversammlung teil. Es war eine gemütliche Angelegenheit mit 300 Teilnehmern. Seit damals haben die Treffen zahlreiche Veränderun-

gen durchlaufen. Erst war es ein Event, dann ein Spektakel, heute ist es eine ausgewachsene Party, die sich über drei Tage hinzieht. Aber 1985 galt eine Teilnehmerzahl von 300 schon als groß, schließlich nahmen gerade einmal sechs Jahre zuvor nur 13 Personen teil. Zum Vergleich: 2015 waren es 44.000 Menschen.¹²

Innerhalb eines kurzen Zeitraums verwandelten sich Berkshires jährliche Aktionärstreffen von einer kleinen Reihe von Privatvorlesungen in eine Veranstaltung, wie sie sich jede Handelskammer erträumt. Möglicherweise ist es auch ein Zeichen unserer Zeit, dass mittlerweile dermaßen viele Menschen nach Omaha strömen, um Buffett und Munger reden zu hören. Als „Woodstock für Kapitalisten“ wird die Veranstaltung oftmals bezeichnet und dies belegt, wie sehr das Interesse der Welt am Thema Investitionen zugenommen hat.

Buffett und Munger begrüßen die Horden von Fans, Freunden, Studenten und Shoppfern, die jedes Jahr nach Omaha strömen, mit offenen Armen. Tatsächlich haben sie es geschafft, die gesamte Angelegenheit so weit auszudehnen, dass am Ende ein erlebnisreiches Drei-Tage-Wochenende steht. Es ist ein Wochenend-Kurzurlaub mit üppigen Rabatten für Aktionäre. Geschäfte wie Borsheims (Juwelen) und Nebraska Furniture Mart (Einrichtungshaus) bieten Aktionären exklusive Öffnungszeiten und Partys. Überhaupt lässt sich die Stadt Omaha nicht lumpen und organisiert regelmäßig überall in der Stadt Veranstaltungen – wie etwa ein Spiel der örtlichen Baseballmannschaft, der Omaha Storm Chasers, bei welchem Buffett Autogramme gab und den ersten Ball warf.

Für die Dauer des Wochenendes sind die Aktionäre angehalten, alles zu besuchen, an dem Berkshire ein wirtschaftliches Interesse hat – was uns direkt zur Berkshire Mall führt, einem Einkaufsspektakel der Berkshire-Tochterfirmen.

¹² In Anhang II wird Berkshires erstaunliches Wachstum über diesen Zeitraum aufgezeichnet.

Das Erdgeschoss des CenturyLink Centers wird für die Berkshire-Aktionäre in ein Miniatur-Einkaufszentrum verwandelt. Dutzende Tochterfirmen bauen dort ihre Stände auf und preisen ihre Waren an.¹³

Und schließlich ist da noch das Treffen selbst. Es beginnt mit einem originellen Kurzfilm. Im Laufe der Jahre haben bei diesen Filmchen alle möglichen Berühmtheiten eine kleine Rolle gespielt, sei es die Seifenoper-Legende Susan Lucci, der Boxer Floyd Mayweather oder der Schauspieler Bryan Cranston (der in seiner Rolle als Walter White aus *Breaking Bad* auftrat).

Das Treffen selbst

Bei all dem Getue um die Fragerunde könnte man meinen, das eigentliche Treffen sei nicht so wichtig, aber weit gefehlt: Diese beiden Männer sind stets die Hauptattraktion.

Den Menschen ist es sehr wichtig, was die beiden zu sagen haben, und geduldig warten sie stundenlang auf die Gelegenheit, eine einzige Frage zu stellen. 1985 dauerte die Fragerunde zweieinhalb Stunden. Heute gilt sie als kurz, wenn man in unter sechs Stunden fertig ist. Das zeigt, wie groß der Wert ist, den die Teilnehmer dem geballten Wissen dieser beiden Neuzeit-Weisen beimessen.

Zugegeben: Es war schon eine ziemliche Umstellung, sich auf die immer größeren Teilnehmerzahlen einzulassen. Dermaßen viele Menschen möchten eine Frage stellen, dass – zumindest nach Einschätzung von Corey und mir – die Qualität der Fragen nachgelassen hat. Vielleicht sind wir aber auch nur ungerecht. Als langjährige Teilnehmer¹⁴ fehlen uns die ruhigeren, intimeren Veranstaltungen früherer Zeiten. Zum Glück hat die Qualität der Fragen seit 2013 deutlich zugenommen, was

¹³ Wenn Sie sich ein ausführliches Bild von der Einkaufsorgie machen wollen, das dort in der Lobby stattfindet, verweise ich auf Anhang II.

¹⁴ Vergessen Sie nicht: Wir haben Warren Buffett und Charlie Munger schon gesehen, als sie noch nicht beliebt und cool waren. Das ist so, als hätte man die Beatles in Hamburg spielen sehen, bevor sie berühmt wurden.