

Jean-Marie Eveillard

# VALUE

Mein Weg, meine Erfolge, meine Fehler

# INVESTING

© des Titels »Value Investing« (978-3-95972-067-0)  
2018 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München  
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

# FBV

---

## VORWORT ZUR DEUTSCHEN AUSGABE

---

Mit diesem kleinen Buch betrete ich kein Neuland. Eher können Sie es als so etwas wie meine Memoiren verstehen ...

Hauptsächlich möchte ich versuchen, damit zwei Punkte klarzumachen: 1. Value-Investing ist sinnvoll und 2. Value-Investing funktioniert dauerhaft. Mehr, so denke ich, muss man darüber gar nicht wissen.

Value-Investing ist wie ein großes Zelt. Am einen Ende davon sitzt Benjamin Graham, der Begründer der Value-Schule. Im Jahr 1949 hat er das Buch *The Intelligent Investor* veröffentlicht, von dem Warren Buffett sagt, es sei »bei Weitem das beste Buch über Geldanlage, das je geschrieben wurde«. Graham schreibt über »Mr. Market« (als das Kollektiv der Anleger), der regelmäßig zwischen »Gier« und »Angst« hin- und herschwankt, was im ersten Fall Verkaufs- und im zweiten Fall Kaufgelegenheiten entstehen lässt. Graham verstand die menschliche Natur. Leider kann ich dasselbe nicht über die Akademiker sagen, die in den 1960er-Jahren die »Effizienzmarkthypothese« entwickelten. Diese geht – fälschlich – davon aus, dass jedes Stück neuer Information über ein Unternehmen unverzüglich in den Preis seiner Aktie einfließt. Nach Graham half die Arbeit der »behavioristischen« Schule (und darin insbesondere Daniel Kahneman) dabei, diese Akademiker zu widerlegen.

Am anderen Ende des Zelts befindet sich Warren Buffett, der mit Hilfe seines Partners Charlie Munger bedeutende und erfolgreiche Anpassungen an den Lehren von Graham vorgenommen hat. Wie bei Graham beginnt auch bei Buffett alles mit den Zahlen (einschließlich der Fußnoten in Finanzberichten). Aber Buffett interessiert sich nur

© des Titels »Value Investing« (978-3-95972-067-0)

2018 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München

Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

für solche Unternehmen, die – in seinen Augen – einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil haben, einen »Schutzgraben«, wie er es nennt. Buffett übertreibt manchmal, um einen Punkt klarzumachen, zum Beispiel wenn er sagt, »ich würde lieber ein überzeugendes Unternehmen zu einem fragwürdigen Preis kaufen als ein fragwürdiges Unternehmen zu einem überzeugenden Preis«. Graham, der im Jahr 1976 gestorben ist, muss sich bei diesen Worten im Grab umgedreht haben.

Value-Investing funktioniert dauerhaft: Im Jahr 1984 wollte Buffett belegen, dass sein Erfolg als Anleger nicht nur auf sein eigenes Geschick zurückzuführen ist, sondern auch auf seinen Anlageansatz. Dazu nahm er zehn Value-Anleger und zeigte, dass alle zehn im Lauf der Zeit deutlich besser abgeschnitten hatten als der Durchschnitt. Im Jahr 2004 aktualisierte Louis Lowenstein den Artikel von Buffett, und auch seine zehn Anleger (darunter unser eigener First Eagle Global Fund) hatten auf Dauer deutlich mehr erreicht als der Durchschnitt. Wenn Value-Investing also sinnvoll ist und dauerhaft funktioniert, warum gibt es dann so wenige von uns?

Die Antwort ist hauptsächlich psychologischer Natur: Value-Anleger sind langfristig orientierte Anleger (Graham sagte dazu: kurzfristig ist der Markt eine Wahlmaschine, langfristig eine Gewichtungsmaschine). Ein Value-Anleger versucht also nicht, kurzfristig mit der Benchmark oder seinen Konkurrenten mitzuhalten, sodass er gar nicht anders kann, als von Zeit zu Zeit schlechter dazustehen als der Durchschnitt. Mir persönlich ist das Ende der 1990er-Jahre drei Jahre am Stück in erheblichem Ausmaß passiert, und unser verwaltetes Vermögen ging innerhalb von weniger als drei Jahren von 6 Milliarden Dollar auf 2 Milliarden Dollar zurück. Heute verwalten wir nahezu 100 Milliarden Dollar, also wurden wir für unsere Geduld belohnt, für unsere Bereitschaft, uns von der Herde zu lösen. Denn wir gingen davon aus, dass die Herde früher oder später (es dauerte eine ganze Weile) über eine Klippe springen würde. Im Frühjahr 2000 war es tatsächlich so weit. Die Wahrheit lautet: Inmitten der Herde ist es wär-

mer. Aber nun ja, wir werden nicht dafür bezahlt, dass wir jeden einzelnen Tag völlig zufrieden mit uns sind.

Auf den folgenden Seiten stehen einige Beispiele für tiefen Value im Stil von Benjamin Graham (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich), für den Value-Stil von Warren Buffett (Lindt & Sprüngli) sowie für schwere Fehler von mir selbst (Swissair).

Außerdem gibt es Kapitel über Sondersituationen, über Gold und über die Österreichische Schule der Ökonomie.

Im Anhang finden Sie ein seltenes Beispiel dafür, wie wir als »aktivistische« Anleger tätig wurden, einen Artikel von mir über die »Tyrannei der Benchmarks«, eine Aufstellung unserer langfristigen Renditen in der Zeit, als ich die Verantwortung trug, und einen Artikel über Value-Investing aus dem *Wall Street Journal*.

Darüber hinaus gibt es einen Absatz über Buderus, den deutschen Hersteller von hervorragenden Heizkesseln. Wir hielten 10 % seiner Aktien, wurden dann aber dazu gedrängt, diese Aktien an Bosch zu verkaufen – zu einem Preis, den wir für zu niedrig hielten.

Zum Abschluss: Der Schweizer Tennis-Champion Stan Wawrinka (Gewinner der Australian Open 2014, der French Open 2015 und der US Open 2016) trägt auf seinem linken Arm ein Tattoo mit einem Zitat von Samuel Beckett. »Immer versucht, immer gescheitert. Egal. Versuch es nochmal, scheitere erneut. Scheitere besser!« Das ist eine Ode an die Bescheidenheit, aber auch an die Anstrengung. Genau so wollen Value-Anleger sein.

Jean-Marie Eveillard im Oktober 2017

© des Titels »Value Investing« [978-3-95972-067-0]  
2018 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München  
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

---

## EINLEITUNG

---

### NOCH EIN BUCH ÜBER INVESTING?

Schon in der Vergangenheit wurde ich einmal von einem Verlag gebeten, ein Buch übers Investing zu schreiben. Ich fand das wenig sinnvoll: Was konnte ich noch beitragen nach den Büchern von Benjamin Graham, den Briefen von Warren Buffett in den Jahresberichten von Berkshire Hathaway, nach Seth Klarman, Martin Whitman, Bruce Greenwald und vielleicht noch ein paar anderen? Doch der Verlag bestand darauf, also schrieb ich ein Kapitel und gab dann auf. Wie ich feststellte, konnte oder wollte ich nicht gleichzeitig in Vollzeit arbeiten und ein Buch schreiben.

Dann, im Januar 2013, war es mein früherer Kollege Ignatius Chithelen, der mir vorschlug, ein Buch zu schreiben. Ich zögerte erneut, aber Ignatius blieb hartnäckig, und endlich beschloss ich, tatsächlich ein kleines Buch zu verfassen, in dem ich vor allem zwei Punkte klarmachen wollte: 1. Value-Investing ist sinnvoll und 2. es funktioniert dauerhaft. Davon bin ich in der Tat überzeugt. Mit anderen Worten: Value-Investing hat mir einen Vorteil, einen Vorsprung gegenüber anderen professionellen Vermögensverwaltern mit anderen Anlagestilen verschafft. Also wollte ich, auf meine eigene bescheidene Weise, die Argumente für Value-Investing darlegen.

Zugegeben: Kenntnisse über Value-Investing bringen nicht automatisch Erfolg. Hilfreich oder sogar notwendig sind darüber hinaus die Bereitschaft, gegen den Strom zu schwimmen, Geduld, harte Ar-

beit, Glück und einige spezielle Fähigkeiten – wahrscheinlich in genau dieser Reihenfolge.

## DIE VERGANGENEN ETWA ZEHN JAHRE

Ende 2004 erreichte ich das reife Alter von 65 Jahren und wechselte bei First Eagle Investment Management wie geplant in eine Beraterposition. Dieser Semiruhestand war genau das Richtige für mich. Anders als manche anderen Finanzmenschen möchte ich nicht an meinem Schreibtisch sterben. Außerdem gewann ich Zeit, um mich anderen Interessen zu widmen. Eine Freundin meiner Ehefrau hatte Mitte der 1970er-Jahre in einer Kunstgalerie gearbeitet und uns eines Nachmittags viele Gemälde und Zeichnungen gezeigt. Zwei der Werke gefielen Betty und mir sehr, eines von Maurice Prendergast, das andere von Theodore Robinson, aber wir konnten sie uns damals schlicht nicht leisten. Gute Zeichnungen aber waren zu der Zeit noch nicht so teuer wie heute, also kauften wir – für 5.000 Dollar – eine von John Singer Sargent, eine Vorarbeit zu seinem berühmten Gemälde Madame X. Bettys Großonkel Marvin Julian, selbst ein Porträtzeichner, bewunderte die Arbeit von Sargent. Er hat ihn sogar kennengelernt und von seinen Ratschlägen profitiert.

Anfangs kauften wir nur Zeichnungen von Frauen, ab den frühen 1990er-Jahren dann wurden wir ziemlich eklektisch und kauften auch Zeichnungen von religiösen Szenen und Landschaften, ebenso Gemälde und ein paar Skulpturen einschließlich Antiquitäten. Unser Interesse an letzteren entstand, als unsere jüngere Tochter Pauline ein Praktikum in der Antiquitäten-Abteilung des Auktionshauses Christie's machte und dann eine Weile dort arbeitete. Nach 2004 arbeiteten Betty und ich nicht mehr in Vollzeit, also konnten wir in Ruhe Museen, Galerien und Auktionshäuser in London, New York und Paris besuchen. Es gibt Städte in Europa, in denen ich noch nie gewesen bin,

aber Paris (und Rom) sind zwei wundervolle Städte, in denen es ein Vergnügen ist, einfach herumzulaufen. Natürlich kommt es dabei auf das Wetter an, was bedeutet: nicht im Sommer in Rom (zu heiß) und nicht im Winter in Paris (zu regnerisch und zu dunkel). Aber ich habe keinerlei Absicht, zurück nach Paris zu ziehen und wieder dort zu wohnen. Erstens leben unsere beiden Töchter, Suzanne und Pauline, in den USA. Zweitens fangen die Franzosen nach ein paar Wochen in Paris an, mich zu irritieren. Nicht dass ich sie an sich irritierend finden würde, aber nach so vielen Jahren in New York, mehr als die Hälfte meines bisherigen Lebens, bin ich an ihre Mentalität einfach nicht mehr gewöhnt.

Anfang 2007 waren Betty und ich in Paris und verbrachten einen Abend in der Oper. Ich war noch nie in der Oper gewesen, bis Betty mich dorthin mitnahm, und seit dieser Zeit bin ich begeistert davon. Gegen Ende der Strauss-Oper »Der Rosenkavalier« muss ich immer weinen. Nach der Aufführung gingen wir essen und kamen erst nach Mitternacht nach Hause, wo eine Nachricht von Michael Kellen auf mich wartete. Die Familien Kellen und Arnhold kontrollierten damals gemeinsam Arnhold and S. Bleichroeder, die Holdinggesellschaft für First Eagle Investment Management. Ich rief zurück und erfuhr, dass Uneinigkeit zwischen dem Management der Firma und meinem Nachfolger Charles de Vault auf seinen Rücktritt hinauslaufen könnte – ob ich in diesem Fall bereit wäre, am Montag wieder im Büro zu sein? Ich sagte zu. Meine Überlegung war, dass den Interessen der Anteilseigner des Fonds am besten gedient wäre, wenn ich für ein paar Monate zurückkam, bis die Angelegenheit geregelt und ein neuer Fondsmanager ernannt war.

Gegen Ende 2007 verließ Chuck de Lardemelle, unser damaliger Research-Direktor (und ein hervorragender Analyst), zusammen mit mehreren internen Analysten First Eagle. Sie gründeten ihr eigenes Unternehmen, und ein paar Monate später stieß auch Charles de Vault zu ihnen. Wir nahmen (über Andrew Gundlach, ein Mitglied der Fami-



lie Kellen) Kontakt zu Bruce Greenwald auf, der uns dabei helfen sollte, einen neuen Research-Direktor zu finden. Nachdem Benjamin Graham im Jahr 1965 seine Dozententätigkeit an der Columbia Business School eingestellt hatte, machte Roger Murray für ihn weiter, bis 1978 auch er in den Ruhestand ging. Dann verlor Columbia den Anschluss. Erst 2001 wurde dort die Lehre von Value-Investing mit der Einrichtung des Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing wieder auf eine solide Grundlage gestellt. Bruce Greenwald, der 1991 an die Fakultät gekommen war, wurde Leiter des Zentrums und machte Columbia erneut zur besten Business-School für Value-Investing in den USA, ja sogar weltweit. Wir fragten bei Bruce an, weil er sehr viele Studenten ausgebildet hatte, von denen einige bereits zu Stars in der Welt der Vermögensverwaltung geworden waren. Nach einer Weile war immer noch nichts entschieden und Bruce sagte: »Warum nicht ich?« Also wurde er der neue Research-Direktor im Team von First Eagle Global Value.

Nach vielen Jahren an der Universität wechselte Bruce damit in die reale Welt. Nach einigen Monaten sprachen ein paar der Analysten aus seinem Team mich an und sagten, Bruce sei erstens einschüchternd und denke zweitens etwas anders als sie. Ich sagte ihnen, dass Bruce, wie jeder Professor, nichts lieber mag als eine gute Diskussion, dass er also erwartet, dass man dagegenhält. Am Ende wird er wahrscheinlich sagen, dass er recht hat und sein Gegenüber nicht. Junge Amerikaner sind das nicht gewohnt. Ich war es sehr wohl. In meiner Zeit als Student in Frankreich war es noch so, dass die Professoren vor dem gemeinen Volk, also uns Studenten, die »Wahrheit« verkündeten ... Es stimmt, das ist zu extrem. Auf der anderen Seite ist mir aber auch die absolute Priorität, die in den USA dem Selbstwertgefühl junger Menschen eingeräumt wird, zu extrem. Zweitens sagte ich den Analysten, dass sich Bruce' Ansatz der Geldanlage problemlos mit unserem vereinen lasse. Genau das passierte tatsächlich und unsere internen Analysten profitierten beträchtlich von Bruce. Heute ist er – so

wie ich – ein Senior Adviser für First Eagle. Auf seine Bitte hin habe ich über die Jahre auch Mark Cooper, Andrew Gundlach, Mark Unferth und Eric Yip (diese beiden kamen von dem Hedgefonds Alder Hill) sowie auch Bruce selbst und Tano Santos geholfen, Vorlesungen über Value-Investing an der Columbia Business School zu halten. Bruce war so extrem freundlich, dafür zu sorgen, dass First Eagle Investment Management dort eine Professur mit meinem Namen stiftet. Dadurch bin ich jetzt unsterblich ...

Arnhold and S. Bleichroeder hatte eine Headhunter-Firma beauftragt (um einen Nachfolger zu finden), also ging ich davon aus, dass ich nur ein paar Monate lang die Verantwortung für das Portfoliomanagement übernehmen würde. Jedoch wird Value-Investing bei nur 5 % des gesamten professionell verwalteten Geldes in den USA praktiziert. Zudem kannte ich manche Value-Anlagegesellschaften seit Jahrzehnten und hatte nicht die Absicht, loszugehen und einen ihrer Portfoliomanager abzuwerben.

Also dauerte es ziemlich lange (mehr als ein Jahr), bis wir Matthew McLennan fanden, und zwar mit der Hilfe von Doug Meyer, der zusammen mit ihm bei Goldman Sachs gearbeitet hatte. John Arnhold und ich wussten fast sofort, dass er die richtige Wahl sein würde. Definitiv war er ein guter Value-Anleger. Und weil man immer sensibel für die Qualitäten ist, die man selbst nicht hat: Ich erkannte, dass Matthew, anders als ich, auch ein guter Vorgesetzter für die Anlageexperten sein würde. Und da das verwaltete Vermögen bei uns zunahm, wurde ein guter Manager für die Anlageexperten wirklich wichtig. Ich komme mit Matthew hervorragend aus und glaube, dass die First Eagle Fonds mit ihm an der Spitze des Global-Value-Teams in guten Händen sind. Wertvolle Unterstützung bekommt er von seinem obersten Leutnant Kimball Brooker und von anderen Portfoliomanagern und Analysten: Matt Lamphier (Co-Manager des US Value Fund und Research-Direktor), Mark Cooper und Manish Gupta, Co-Manager der International Small Cap Value Strategy (Manish hat 2006 bei Mark Cooper und mir

gelernt), Rob Hordon, Co-Manager von Global Income Builder, Thomas Kertsos, Co-Manager des Gold Fund sowie Sean Slein und Edward Meigs, Co-Manager der Fonds Global Income Builder and High Yield, und außerdem von den anderen internen Analysten. Ich hatte den ursprünglichen Fonds sieben Jahre lang allein verwaltet, also wusste ich, wie wichtig es ist, ein gutes Team zu haben. Im März 2009 wechselte ich erneut in eine Beraterposition bei First Eagle Investment Management. Ich gehe an ein paar Tagen pro Woche ins Büro, lese die Finanzseiten der Zeitungen und versuche, bei den meisten großen Positionen des Fonds auf dem Laufenden zu bleiben.

Einige der jüngeren Analysten im Haus wissen, dass ich auf die eine oder andere Weise seit mehr als einem halben Jahrhundert im Anlagegeschäft tätig bin, und sind deshalb der Meinung, dass ich mich im Lauf einer derart langen Zeit mit einer großen Zahl von Unternehmen beschäftigt haben muss. Das ist richtig, doch wenn ich mir ein Unternehmen das letzte Mal vor 25 Jahren genauer angesehen habe, kann man nicht unbedingt sagen, dass ich bei ihm auf dem Laufenden bin. Manche Unternehmen verändern sich im Lauf der Zeit nicht allzu sehr, viele aber sehr wohl, ob zum Guten oder zum Schlechten sei dahingestellt.

Abgesehen von einer kleinen Umschichtung von einem der First Eagle Fonds in einen anderen, die ich vor Kurzem vorgenommen habe, halte ich noch heute alle Fondsanteile, die ich seit den 1970er-Jahren gekauft habe, und sie machen einen guten Anteil meiner finanziellen Rücklagen aus. Tatsächlich haben meine Investitionen in First Eagle Fonds eine achtstellige Höhe – Taten sagen mehr als Worte. Außerdem führe ich ein privates Depot, aber ich habe vor, das mit der Zeit anderen zu überlassen. Mein Vertrag mit First Eagle Investment Management sollte im Juni 2015 auslaufen, und ich war nicht sicher, ob ich ihn verlängert haben wollte – oder ob die Gesellschaft ihn überhaupt noch verlängern wollte. Ich war schließlich 75 Jahre alt, und das neue Team bei First Eagle seit mehr als fünf Jahren etabliert. Wir würden sehen.

Nun ja, wir haben gesehen. Aus Gründen, die mit dem fortgeschrittenen Alter einiger Mitglieder der beiden Familien zusammenhängen, denen die Mehrheit an First Eagle Investment Management (FEIM) gehörte, kam es dort zu einem Kontrollwechsel: Von den Private-Equity-Firmen Blackstone Capital Partners und Corsair Capital verwaltete Fonds sowie Kunden dieser beiden Gesellschaften übernahmen eine langfristig angelegte Mehrheitsbeteiligung. Ein solcher Kontrollwechsel erfordert eine Genehmigung durch die Anteilseigner der Publikumsfonds von First Eagle. Das Geschäft wurde im Dezember 2015 abgeschlossen, und ich erneuerte meinen Beratervertrag für vier Jahre.

Seit einigen Jahren bin ich bekannt mit Stephen A. Schwartzman, dem Mitgründer und CEO von Blackstone, und mit J. Tomilson Hill, der als Vice-Chairman für das Vermögensverwaltungsgeschäft von Blackstone verantwortlich ist. Blackstone ist ein außergewöhnlich erfolgreiches Unternehmen und ich habe großen Respekt vor beiden Männern. Ebenso habe ich Joseph Baratta kennengelernt, den Global Head of Private Equity bei Blackstone, und D. T. Ignacio Jayanti, Managing Partner bei Corsair Capital, und ich war beeindruckt. Die Leute bei Blackstone und Corsair verstehen unseren langfristigen Value-Investing-Ansatz. Also bin ich zuversichtlich, dass FEIM auch nach dem Kontrollwechsel weiter florieren wird.

## EIN PAAR DANKSAGUNGEN

Danken möchte ich Bridget Macaskill, früher CEO bei First Eagle Investment Management, und natürlich John Arnhold und seinem Vater Henry, den Mitgliedern der Kellen-Familie Michael Kellen und Andrew Gundlach sowie dem Generaljustiziar Mark Goldstein, die mich sämtlich fair behandelt haben; nicht zuletzt möchte ich auch den internen Analysten danken, ehemaligen wie heutigen. Bruce Greenwald war großzügig mit seiner Zeit. Sorgfältig ist er eine frühere Fassung dieses

© des Titels »Value Investing« (978-3-95972-067-0)  
2018 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München  
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

Buches durchgegangen und hat mehrere hilfreiche Veränderungen vorgeschlagen. Vielen Dank auch an Debbie Lusman, die mich – einschließlich der Tatsache, dass ich elektronisch gesehen Analphabet bin – trotz ihrer vielen anderen Verpflichtungen ertragen hat. Und an Natalia Boyarkina, die mir geholfen hat, als Debbie in Mutterschaftsurlaub ging.

Ein letzter Dank für dieses Buch geht an Ignatius Chithelen und an Stephan Wrobel: Ohne diese beiden würde es dieses Buch nicht geben. Von Ignatius stammt die Idee, er hat mich gut beraten und die Kapitel über Lindt, Shaw und Swissair sogar selbst geschrieben. Stephan ist ein großer Anteilseigner bei einem französischen Verlag, der Verbindungen in andere Länder einschließlich der USA hat. Wie man sich vielleicht vorstellen kann, ist es nicht leicht, einen Verlag zu finden, vor allem nicht für einen nur sehr gelegentlichen Autor, der gern mit seiner eigenen Stimme spricht ...

## WAS JETZT KOMMT

In den folgenden Kapiteln werde ich zu erklären versuchen, wie ich Value-Anleger wurde und was anschließend passierte und warum Value-Investing sinnvoll ist. Ich werde mehrere spezielle Situationen erläutern und zeigen, dass Value-Investing dauerhaft funktioniert, und versuchen, unser früheres und heutiges Interesse an Gold zu erklären. Und ich nenne einige Beispiele für unsere Investitionen in den vergangenen Jahrzehnten (einschließlich eines bedeutenden Fehlers).

Nach einem Fazit (oder etwas Ähnlichem ...) und ein paar letzten Worten folgen in diesem Buch noch einige Anhänge: A) handelt von uns als »aktivistischen« Anlegern, B) ist ein Artikel von mir »über die Tyrannei der Benchmarks«, C) zeigt die langfristigen Renditen in der Zeit, in der ich die Verantwortung bei First Eagle trug, und D) ist ein Artikel über Value-Investing aus dem *Wall Street Journal*.

---

# KAPITEL I

## WIE ICH VALUE-INVESTOR WURDE UND WAS DANACH PASSIERTE

---

### DIE FRÜHEN JAHRE

Ich wurde am 22. Januar 1940 in Poitiers, Frankreich, geboren. Meine Eltern verbrachten den Großteil der Kriegsjahre in Blois, einer mittelgroßen Stadt südwestlich von Paris. Weil sie fürchteten, dass Blois bombardiert werden könnte, brachten sie mich und meine drei ebenfalls im Krieg geborenen Brüder zu meinen Großeltern, die in einem kleinen Dorf nicht weit von Poitiers wohnten. Ich erinnere mich noch vage, wie ich sah, dass nach der Invasion deutsche Offiziere Zimmer im großen Haus meines Großonkels Henri in dem Dorf in Beschlag nahmen. Zufälligerweise machte Henri, obwohl er keinen höheren Abschluss hatte, eine erfolgreiche Karriere bei der Eisenbahn, die damals ein privates Unternehmen war – erst als Stationschef des Gare d'Austerlitz, einem der wichtigsten Bahnhöfe von Paris, und später auf noch höherer Ebene. Ungefähr ein Jahrhundert zuvor hatte Napoleon die Botschaft »la carrière est ouverte aux talents« (Karrieren sind offen für Talente) verkündet, indem er Michel Ney, den noch unter 40 Jahre alten Sohn eines Gastwirts, zu einem »Maréchal de France« machte, was die höchste militärische Auszeichnung in Frankreich ist.

Auch mein Vater arbeitete, wie tatsächlich die meisten männlichen Mitglieder meiner Familie bis zurück ins späte 19. Jahrhundert, bei der französischen Eisenbahn. Nach dem Krieg schloss er sich einem Team

© des Titels »Value Investing« (978-3-95972-067-0)  
2018 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München  
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

an, das bereit war, in der französischen Besatzungszone dabei zu helfen, das deutsche Eisenbahnsystem wieder aufzubauen, das im Krieg schwer beschädigt worden war. Dadurch wohnten wir drei Jahre lang in Deutschland (in Mainz und Speyer).

Zurück in Frankreich lebten wir eine Zeit lang in Tours, einer größeren Stadt im Loire-Tal. Ich ging ein Jahr lang auf eine katholische Schule und dann den größten Teil meiner Gymnasialzeit über auf das Lycée Descartes. In Frankreich gibt es nur eine große Stadt: Paris. Also landen viele Franzosen irgendwann in ihrem Leben dort. Bei meiner Familie war es so weit, als ich 15 Jahre alt war. Das Bakkalaureat – zum Abschluss des Gymnasiums – machte ich 1956 und 1957 (es hat zwei Stufen) am Lycée Henri IV. Um die Aufnahmeprüfung für die Business School École des Hautes Études Commerciales (HEC) zu machen, wechselte ich dann an das Lycée Louis-Le-Grand. Ich musste die Prüfung zweimal ablegen, 1958 und 1959, nachdem ich beim ersten Mal durchgefallen war. Sie war sehr meritokratisch: keine Bevorzugung für Familienangehörige, keine Geschenke an die Schule, kein persönlicher Aufsatz, keine Aufnahmekommission. Zu meiner Zeit nahmen etwa 1200 junge Männer – heute sind auch Frauen zugelassen – an der Prüfung teil, und Platz gab es an der HEC nur für 200.

Also war es schwierig hineinzukommen, doch wenn man erst einmal dort war, hatte man den Abschluss fast sicher. Ein paar von uns lernten intensiv und versuchten, unter die besten 25 Absolventen zu kommen. Der Rest, einschließlich mir, machte sich weniger Arbeit. Ich spielte Bridge, sah in drei Jahren 1.000 Filme und las viele Bücher. Die meisten Vorlesungen fand ich uninteressant, außer die über Wertpapier-Analyse: Dort habe ich gelernt, wie man eine Bilanz liest. Vieles hat sich verändert, seit ich vor einem halben Jahrhundert meinen Abschluss an der HEC machte – zum Besseren. Heute ist die Schule international hoch angesehen, damals aber sah es anders aus: Unser Spitzname lautete »épiciers«, ein abfälliges französisches Wort für kleine Lebensmittelhändler. Tatsächlich studierten manche meiner Kommili-

tonen später weiter, für einen MBA von einer US-Universität oder einen Abschluss an der École Nationale d'Administration, der führenden französischen Hochschule für zukünftige Beamte und Manager bei staats-eigenen Unternehmen.

Mein Vater war ein wenig enttäuscht, dass ich nicht wie er auf eine der besten Ingenieurshochschulen ging. Ich war dafür einfach nicht gut genug in Mathematik. Eine Neigung zum Geschäftlichen könnte ich von meinem Großonkel Pierre geerbt haben, der vor dem Zweiten Weltkrieg als Designer bei Citroën gearbeitet hatte. Er investierte – mit Erfolg – in Citroën-Aktien, unter anderem wegen des riesigen und letztlich sehr wertvollen Grundbesitzes des Unternehmens entlang der Seine in Paris. Ein bisschen ähnelte das dem Stil von Benjamin Graham. Später verkaufte Pierre Zeichnungen an das damals bekannte Magazin *L'Illustration*. Während des Krieges hatte er einen Lebensmittel-laden mit Bar. Er verdiente Geld, indem er zunächst an die deutschen Besatzungssoldaten verkaufte, dann an die alliierten Truppen. Er war ein Freidenker, der sich nicht daran störte, dass seine Familie die Frau, die er heiratete, nicht anerkannte. Am Ende gab die Familie nach.

An der HEC wurde von den Studenten verlangt, dass sie in den Sommerferien Praktika machten. In meinem dritten Jahr war ich Praktikant bei *La Vie Française*, einer Wochenzeitung, die man sich als Mischung zwischen *Business Week* und dem Anlegermagazin *Barron's* vorstellen kann. Bei Gesprächen mit den Journalisten dort entwickelte ich Interesse an Geldanlagen.

Das Praktikum war eine gute Ergänzung zu der Vorlesung in Wertpapier-Analyse an der Schule. Als ich bei meinem Abschluss im Jahr 1962 hörte, dass die große französische Bank Société Générale einen Wertpapier-Analysten suchte, bewarb ich mich und bekam den Job. Die Bezahlung war schlecht: Mein erster monatlicher Gehaltsscheck belief sich auf 620 Francs, ungefähr 100 Dollar. Zugegebenermaßen war das vor einem halben Jahrhundert und die Währung hat inzwischen an Wert verloren.



Wenn ich zum Thema Währungsentwertung kurz ein wenig abschweifen darf: In der *New York Times* erschien im Jahr 2010 ein Artikel darüber. Ich lese viel, weil ich in den späten 1970er-Jahren erfahren hatte, dass Warren Buffett ein unersättlicher Leser ist. Also dachte ich: Ich bin nicht so intelligent wie Buffett, aber wenn Lesen ihm geholfen hat, könnte es auch mir helfen – und so war es auch. Aber zurück zu dem Artikel in der *New York Times*: Er handelte von einem 99 Jahre alten Mann, einem Friseur, der immer noch ein- oder zweimal pro Woche in den Frisiersalon geht und Männern die Haare schneidet. Er ist Friseur, seit er 14 Jahre alt war. Wie viele von uns werden 85 Jahre lang arbeiten? Unter anderem darum ging es in dem Artikel. Gegen Ende heißt es darin, ohne weitere Kommentierung durch den Friseur oder den Reporter, dass der Mann pro Haarschnitt 25 Cent verlangte, als er im Jahr 1925 begann, und im Jahr 2010 dann 12 Dollar (der Friseursalon lag im Bezirk Queens – in Manhattan sind Friseure teurer). Jetzt könnte man sagen, der Mann hätte seine 25 Cent im Jahr 1925 in Aktien investieren sollen. Aber der Punkt ist: Was bekommt man heute noch für 25 Cent? Fast nichts, und ganz bestimmt keinen Haarschnitt. Die Währung wurde entwertet. Und beachten Sie, dass der Friseur nur zwölf Jahre nach Etablierung der Federal Reserve am 23. Dezember 1913 zu arbeiten begonnen hat. Wie Charles de Gaulle einmal über den französischen Franc sagte: »Der alte französische Franc, so oft verstümmelt, um für unsere Scherereien herzuhalten ...«

© des Titels »Value Investing« (978-3-95972-067-0)  
 2018 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München  
 Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

## ENDLICH ARBEITEN

Als ich am 1. September 1962 zur Arbeit bei der Société Générale erschien, hatte ich Glück. Ich kam in ein Büro mit Claude Echavidre, der Nummer zwei in der Service d'Organisation Capitaliste (SOC), der »Abteilung für kapitalistische Organisation« – ein merkwürdiger Name. Echavidre hatte einen Gedichtband geschrieben und veröffentlicht.