



Mary
Buffett
David Clark

So liest **WARREN**
BUFFETT
Unternehmenszahlen

Quartalsergebnisse, Bilanzen & Co – und was der
größte Investor aller Zeiten daraus macht

Börsenbuchverlag

Mary
Buffett
David Clark

So liest **WARREN**
BUFFETT
Unternehmenszahlen

Quartalsergebnisse, Bilanzen & Co – und was der
größte Investor aller Zeiten daraus macht

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements
ISBN 978-1-4165-7318-0

Copyright der Originalausgabe 2008:
Copyright © 2008 by Mary Buffett and David Clark
All Rights Reserved.
Published by arrangement with the original publisher, Scribner,
an imprint of Simon & Schuster, Inc.

Copyright der deutschen Ausgabe 2012:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung, Satz und Herstellung: Martina Köhler, Börsenbuchverlag
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-864700-46-0

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**
A K T I E N G E S E L L S C H A F T

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

INHALT

12 EINFÜHRUNG

18 KAPITEL 1:

Zwei wichtige Einsichten, die Warren zum reichsten Mann der Welt gemacht haben

20 KAPITEL 2:

Welche Art von Unternehmen Warren steinreich macht

27 KAPITEL 3:

Wo Warren mit der Suche nach dem außerordentlichen Unternehmen anfängt

31 KAPITEL 4:

Warrens Ticket zum Reichtum: Dauerhaftigkeit

33 KAPITEL 5:

Überblick über die Unternehmenszahlen: Wo das Gold verborgen ist

35 KAPITEL 6:

Wo Warren nach Finanzinformationen sucht

Der Geschäftsbericht

39 KAPITEL 7:

Wo Warren anfängt: Die Gewinn- und Verlustrechnung

42 KAPITEL 8:

Der Erlös: Wo das Geld hereinkommt

44 KAPITEL 9:

Die Umsatzkosten: Je niedriger, desto besser

46 KAPITEL 10:

Bruttogewinn und Bruttogewinnspanne: Entscheidende Zahlen bei der Suche nach dem langfristigen Gold

50 KAPITEL 11:

Die Betriebsaufwendungen: Worauf Warren ganz genau achtet

52 KAPITEL 12:

Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstige Gemeinkosten

56 KAPITEL 13:

Forschung und Entwicklung: Warum Warren die Finger davon lässt

59 KAPITEL 14:

Abschreibungen: Kosten, die Warren nicht ignorieren kann

63 KAPITEL 15:

Zinsaufwendungen: Was Warren nicht möchte

67 KAPITEL 16:

Gewinn (oder Verlust) aus der Veräußerung von Betriebsvermögen und Sonstige

69 KAPITEL 17:

Gewinn vor Steuern: Die Zahl, die Warren verwendet

72 KAPITEL 18:

Wenn die Ertragsteuer bezahlt ist: Woher Warren weiß, wer die Wahrheit sagt

74 KAPITEL 19:

Der Reingewinn: Worauf Warren aus ist

78 KAPITEL 20:

Der Gewinn je Aktie: Wie Warren Gewinner von Verlierern unterscheidet

Die Bilanz

83 KAPITEL 21:

Allgemeines zur Bilanz

87 KAPITEL 22:

Aktiva

90 KAPITEL 23:

Der Kreislauf des Umlaufvermögens: Wie das Geld verdient wird

92 KAPITEL 24:

Bargeld und Bargeldäquivalente: Warrens fette Beute

96 KAPITEL 25:

Vorräte: Was das Unternehmen kaufen und was es verkaufen muss

98 KAPITEL 26:

Forderungen: Geld, das dem Unternehmen geschuldet wird

100 KAPITEL 27:

Aktive Rechnungsabgrenzungsposten/
sonstiges kurzfristiges Umlaufvermögen

102 KAPITEL 28:

Das kurzfristige Umlaufvermögen und das Current Ratio

105 KAPITEL 29:

Sachanlagen: Für Waren kann es gut sein, wenn keine vorhanden sind

109 KAPITEL 30:

Goodwill

111 KAPITEL 31:

Immaterielle Vermögensgegenstände: Messen, was nicht messbar ist

114 KAPITEL 32:

Das Anlagevermögen: Eines von Warrens Erfolgsgeheimnissen

117 KAPITEL 33:

Sonstiges Anlagevermögen

119 KAPITEL 34:

Das Gesamtvermögen und die Gesamtkapitalrendite

122 KAPITEL 35:

Kurzfristige Verbindlichkeiten

124 KAPITEL 36:

Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Kostenrückstellungen und sonstige laufende Verbindlichkeiten

126 KAPITEL 37:

Die kurzfristige Verschuldung: Wieso sie ein Finanzinstitut ruinieren kann

130 KAPITEL 38:

Fällige langfristige Verbindlichkeiten und welchen Ärger sie machen können

132 KAPITEL 39:

Die laufenden Verbindlichkeiten und die Liquidität dritten Grades

134 KAPITEL 40:

Langfristige Schulden: Gute Unternehmen haben nicht so viele

137 KAPITEL 41:

Latente Ertragsteuern, Fremdbeteiligungen und sonstige Verbindlichkeiten

139 KAPITEL 42:

Die Gesamtverbindlichkeiten und der Verschuldungsgrad

143 KAPITEL 43:

Eigenkapital/Buchwert

145 KAPITEL 44:

Vorzugsaktien und Stammaktien: Zusätzliches eingezahltes Kapital

148 KAPITEL 45:

Der einbehaltene Gewinn (Bilanzgewinn): Das Geheimnis, das Warren
steinreich gemacht hat

152 KAPITEL 46:

Eigene Anteile: Die möchte Warren in der Bilanz sehen

155 KAPITEL 47:

Die Eigenkapitalrendite: Teil 1

157 KAPITEL 48:

Die Eigenkapitalrendite: Teil 2

159 KAPITEL 49:

Das Problem mit der Fremdfinanzierung und welche Streiche sie einem
spielen kann

Die Kapitalflussrechnung

163 KAPITEL 50:

Die Kapitalflussrechnung: Wo Warren Bares findet

168 KAPITEL 51:

Investitionsaufwendungen: Wenn sie nicht vorhanden sind, machen sie
einen reich

172 KAPITEL 52:

Aktienrückkäufe: Warrens steuerfreier Weg zur Erhöhung des Aktionärs-
vermögens

Wie man Unternehmen mit dauerhaftem Wettbewerbsvorteil bewertet

177 KAPITEL 53:

Warrens revolutionäre Idee der Aktien-Anleihe und wie sie ihn steinreich gemacht hat

182 KAPITEL 54:

Stetig steigende Rendite dank eines dauerhaften Wettbewerbsvorteils

184 KAPITEL 55:

Weitere Möglichkeiten, ein Unternehmen mit dauerhaftem Wettbewerbsvorteil zu bewerten

187 KAPITEL 56:

Wie Warren den richtigen Zeitpunkt für den Kauf eines fantastischen Unternehmens bestimmt

190 KAPITEL 57:

Wie Warren feststellt, dass es Zeit ist, zu verkaufen

193 ANHANG

200 GLOSSAR AUSGEWÄHLTER BEGRIFFE

210 DANKSAGUNGEN

EINFÜHRUNG

Zwölf Jahre lang, von 1981 bis 1993, war ich die Schwiegertochter von Warren Buffett, des erfolgreichsten Anlegers der Welt und inzwischen des größten Wohltäters der Welt.

Kurz nachdem ich Warrens Sohn Peter geheiratet hatte und lange bevor der größte Teil der Welt außerhalb der Wall Street je etwas von Warren gehört hatte, besuchte ich das Haus der Familie in Omaha. Dort traf ich eine kleine Gruppe von Schülern, die die Weisheit des großen Meisters studierten und die sich selbst als Buffettologen bezeichneten. Einer der erfolgreichsten Buffettologen namens David Clark füllte Notizblöcke mit Warrens Investment-Weisheiten. Sie waren sorgfältig geführt und faszinierend zu lesen. Seine Notizblöcke waren die Grundlage, auf der er und ich später die internationalen Bestseller „Das Tao des Warren Buffett“, „Buffettology“,

„The Buffettology Workbook“ und „The New Buffettology“ geschrieben, die inzwischen in 17 Sprachen einschließlich Hebräisch, Arabisch, Chinesisch und Russisch erschienen sind.

Nach dem gewaltigen Erfolg von „Das Tao des Warren Buffett“ traf ich mich während der Hauptversammlung 2007 von Berkshire Hathaway in Omaha mit David. Beim Essen gerieten wir in eine Diskussion über die Investmentanalyse. David wies darauf hin, dass der Schwerpunkt der Investmentanalyse Ende des 19. Jahrhunderts und Anfang des 20. Jahrhunderts vor allem darauf lag, zum Zweck der Anleihen-Analyse die Solvenz und die Ertragskraft von Unternehmen zu bestimmen. Und Benjamin Graham, der Lehrmeister der Wall Street [so der Titel eines Buches über ihn, Anm. d. Ü.] habe die frühen Methoden der Anleihenanalyse an die Analyse von Stammaktien angepasst.

Graham traf aber nie eine Unterscheidung zwischen Unternehmen, die gegenüber ihren Konkurrenten einen langfristigen Wettbewerbsvorteil haben, und Unternehmen, die keinen haben. Ihn interessierte nur, ob das Unternehmen genügend Ertragskraft besaß, um aus den wirtschaftlichen Problemen herauszukommen, die seinen Aktienkurs hatten purzeln lassen. Es war nicht daran interessiert, ein Unternehmen zehn oder 20 Jahre lang zu halten. Wenn die Aktie nach zwei Jahren nicht gestiegen war, verkaufte er sie. Das soll nicht heißen, dass Graham den Zug verpasst hätte. Er stieg nur nicht in den Zug ein, der ihn wie Warren zum reichsten Mann der Welt gemacht hätte.

Dagegen entdeckte Warren, nachdem er seine Karriere bei Graham begonnen hatte, welch ein gewaltiges Vermögensbildungspotenzial die wirtschaftlichen Rahmendaten eines Unternehmens darstellen, das gegenüber seinen Konkurrenten einen langfristigen Wettbewerbsvorteil besaß. Warren erkannte, dass einen solche fantastischen Unternehmen umso reicher machen, je länger man sie hält. Graham hätte zwar eingewendet, diese Super-Unternehmen seien

alle überbewertet, aber Warren erkannte, dass er gar nicht zu warten brauchte, bis ihm der Aktienmarkt einen Schnäppchenpreis servierte. Bereits wenn er einen fairen Preis bezahlt hatte, konnte er dank solcher Unternehmen steinreich werden.

Während Warren die Vorteile erkannte, die es hat, Unternehmen mit langfristigem Wettbewerbsvorteil zu besitzen, entwickelte er einen einmaligen Satz von Werkzeugen, mit denen er diese spezielle Art von Unternehmen identifizieren konnte. Seine neue Betrachtungsweise wurzelte zwar in der Begrifflichkeit der alten Graham-Schule, aber sie versetzte ihn in die Lage, festzustellen, ob ein Unternehmen seine derzeitigen Probleme würde überleben können. Diese Methode verrät ihm auch, ob das fragliche Unternehmen einen langfristigen Wettbewerbsvorteil besaß, der ihn auf lange Sicht steinreich machen würde.

Nach dem Essen fragte ich David, ob er es für möglich hielt, eine kleine, leicht anzuwendende Anleitung zu schreiben, wie man Unternehmenszahlen liest – unter Anwendung der einzigartigen Werkzeuge, die Warren entwickelt hatte, um solche wunderbar profitablen Unternehmen zu entdecken.

Ich fasste ein geradliniges, leicht verständliches Buch ins Auge, das den Anlegern beibringen sollte, wie man den Geschäftsbericht eines Unternehmens liest und dabei nach der gleichen Art von Unternehmen sucht wie Warren. Ein Buch, das nicht nur erklären würde, was eine Bilanz und was eine Gewinn- und Verlustrechnung ist, sondern das auch darauf hinweisen würde, worauf Anleger achten sollten, die wie Warren auf der Suche nach einem Unternehmen sind, das einen langfristigen Wettbewerbsvorteil besitzt.

David gefiel diese Idee sehr gut und schon nach einem Monat tauschten wir Kapitel des Buches aus, das Sie jetzt in Händen halten – „Wie Warren Buffett Unternehmenszahlen liest“.

Wir hoffen, dass Ihnen dieses Buch hilft, den gleichen Quantensprung zu machen wie Warren. Es soll Sie in die Lage versetzen,

über die Bewertungsmodelle der alten Graham-Schule hinauszugehen und ebenso wie Warren die phänomenale langfristige Kraft zur Vermögensbildung von Unternehmen zu erkennen, die gegenüber ihren Konkurrenten einen Wettbewerbsvorteil besitzen. Im Zuge dessen befreien Sie sich von den kostspieligen Manipulationen der Wall Street und erhalten die Gelegenheit, sich unter die wachsende Anzahl intelligenter Investoren in aller Welt einzureihen, die enorm reich werden, weil sie in die Fußstapfen dieses legendären Meister-Anlegers treten.

Mary Buffett im Juli 2008

„Man muss die Rechnungslegung begreifen und man muss die Feinheiten der Rechnungslegung begreifen. Das ist die Sprache der Unternehmen und sie ist unvollkommen, aber wenn man nicht bereit ist, sich die Mühe zu machen und die Rechnungslegung zu erlernen – wie man Unternehmenszahlen liest und interpretiert –, sollte man wirklich nicht selbst Aktien aussuchen.“

WARREN BUFFETT



Zwei wichtige Einsichten, die Warren zum reichsten Mann der Welt gemacht haben

Mitte der 1960er-Jahre fing Warren an, die Investmentstrategien von Benjamin Graham nachzuprüfen. Dabei hatte er zwei verblüffende Einsichten, was die Art von Unternehmen betrifft, die sich am besten als Investments eignen und die auf lange Sicht am meisten Geld einbringen. Als unmittelbare Folge dieser Einsichten veränderte er die auf Graham basierende Strategie des Value Investing, die er bis zu diesem Zeitpunkt angewendet hatte. Dadurch schuf er die großartigste Strategie der Vermögensanlage, die die Welt je gesehen hat.

Zweck dieses Buches ist es, die beiden Einsichten zu untersuchen, die Warren hatte:

1. Wie erkennt man ein außergewöhnliches Unternehmen mit einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
2. Wie bewertet man ein Unternehmen mit einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil?

Damit soll erklärt werden, wie diese einmalige Strategie funktioniert und wie Warren Geschäftsberichte nutzt, um seine Strategie in die Praxis umzusetzen – eine Praxis, die ihn zum reichsten Mann der Welt gemacht hat.

Welche Art von Unternehmen Warren steinreich macht

Um Warrens erste großartige Einsicht zu verstehen, müssen wir die Natur der Wall Street und ihrer wichtigsten Akteure verstehen. Zwar liefert die Wall Street viele Dienstleistungen für Unternehmen, aber in den letzten 200 Jahren hat sie auch als großes Kasino fungiert, in dem Glücksspieler in Gestalt von Spekulanten mit hohen Summen auf die Entwicklungsrichtung von Aktienkursen wetten.

In der Frühzeit sind einige dieser Spieler zu großem Wohlstand und Prominenz gekommen. Sie wurden zu schillernden Figuren, von denen die Menschen gern etwas in der Presse lasen. Big „Diamond“ Jim Brady und Bernard Baruch gehörten zu denen, die als Meister-Anleger ihrer Zeit ins Licht der Öffentlichkeit gerieten.

In der heutigen Zeit haben institutionelle Investoren – Investmentfonds, Hedgefonds und Kapitalanlagegesellschaften – die großen Spekulanten der alten Zeit abgelöst. Diese institutionellen Anleger „verkaufen“ sich dem Massenpublikum als äußerst geschickte Stockpicker und sie präsentieren ihre Jahresergebnisse als Werbeköder für eine kurzsichtige Öffentlichkeit, die unbedingt schnell reich werden will.

In der Regel sind Aktienspekulanten eine launische Sippschaft, die auf gute Nachrichten hin kauft und anlässlich schlechter Nachrichten wieder aussteigt. Wenn die Aktie die gewünschte Bewegung nicht innerhalb weniger Monate vollzieht, verkaufen sie sie und schauen sich nach einer anderen um.

Die erfolgreichsten Mitglieder dieser neuen Spielergeneration haben komplexe Computerprogramme entwickelt, welche die Geschwindigkeit messen, mit der ein Aktienkurs steigt oder fällt. Wenn die Aktien eines Unternehmens schnell genug steigen, kauft der Computer. Wenn der Aktienkurs schnell genug fällt, verkauft er. Dadurch werden Tausende von Aktien ständig gekauft und verkauft.

Für solche Computer-Investoren ist es nichts Ungewöhnliches, eine Aktie am einen Tag zu verkaufen und am nächsten wieder zu verkaufen. Hedgefondsmanager, die dieses System verwenden, können für ihre Kunden eine Menge Geld erwirtschaften. Die Sache hat aber einen Haken: Sie können auch eine Menge von dem Geld ihrer Kunden verlieren. Und wenn sie das tun, rafften sich die betroffenen Kunden (falls noch Geld übrig ist) auf, verlassen den Fonds und machen sich auf die Suche nach einem anderen Stockpicker, der Aktien für sie aussucht.

An der Wall Street wimmelt es von Geschichten über den Aufstieg und Fall von heißen und weniger heißen Stockpickern.

Dieses spekulative Kauf- und Verkaufsfieber herrscht schon seit sehr langer Zeit. Einer der größten Kaufräusche aller Zeiten – nämlich der in den 1920er-Jahren – schickte die Aktienkurse in die Stratosphäre.

Doch dann kam 1929 der Crash und die Aktienkurse trudelten wieder abwärts.

Einem jungen, geschäftstüchtigen Analysten an der Wall Street namens Benjamin Graham fiel Anfang der 1930er-Jahre auf, dass sich die überwältigende Mehrzahl der draufgängerischen Stockpicker von der Wall Street überhaupt nicht um die langfristigen Geschäftsaussichten der Unternehmen kümmerten, die sie kauften und verkauften. Sie beschäftigten sich ausschließlich damit, ob die Aktienkurse auf kurze Sicht stiegen oder fielen.

Außerdem fiel Graham auf, dass diese eifrigen Stockpicker im Zuge ihres Spekulationsfiebers die Aktienkurse manchmal auf Höhen hinauftrieben, die im Verhältnis zur langfristigen geschäftlichen Lage der zugrunde liegenden Unternehmen einfach lächerlich waren. Zudem wurde ihm klar, dass dieselben Draufgänger manchmal Aktien auf irrwitzige Tiefs drückten, die die langfristigen Geschäftsaussichten der Unternehmen genauso ausblendeten. Und in diesen unsinnigen Tiefs sah Graham eine fantastische Gelegenheit, Geld zu verdienen.

Er überlegte sich Folgendes: Wenn er solche „überverkauften Unternehmen“ zu Preisen kaufen würde, die unter ihrem langfristigen inneren Wert lagen, würde der Markt irgendwann seinen Fehler einsehen und ihre Bewertung nach oben korrigieren. Nach dieser Aufwertung könnte er sie mit Gewinn verkaufen. Das ist die Basis dessen, was wir heutzutage als Value Investing bezeichnen. Graham war der Vater des Value Investings.

Wir müssen uns allerdings klarmachen, dass sich Graham eigentlich nicht darum kümmerte, welche Art von Unternehmen er kaufte. In seiner Welt gab es für jedes Unternehmen einen Preis, zu dem es ein Schnäppchen war.

Als er in den 1930er-Jahren mit dem Value Investing anfang, konzentrierte er sich darauf, Unternehmen zu finden, die weniger als die Hälfte ihres Bargeldbestands kosteten. Er sprach davon, dass

man „einen Dollar für 50 Cent kauft“. Er hatte aber noch andere Maßstäbe, zum Beispiel, dass man niemals mehr als das Zehnfache des Gewinns eines Unternehmens bezahlen sollte und dass man eine Aktie verkaufen sollte, wenn sie um 50 Prozent gestiegen war. Wenn sie nach zwei Jahren nicht gestiegen war, verkaufte er sie auf jeden Fall. Seine Perspektive war also durchaus ein wenig langfristiger als die der Spekulanten von der Wall Street, aber tatsächlich interessierte es ihn kein bisschen, wo das Unternehmen in zehn Jahren stehen würde.

Warren lernte in den 1950er-Jahren an der Columbia University in New York von Graham das Value Investing, und kurz bevor Graham in den Ruhestand ging, arbeitete Warren in Grahams Firma an der Wall Street als Analyst. Dort arbeitete er mit dem berühmten Value-Anleger Walter Schloss zusammen und dieser schulte den jungen Warren in der Kunst, unterbewertete Aktien zu finden. Das tat er, indem er ihn die Geschäftsberichte von Tausenden von Unternehmen lesen ließ.

Nachdem sich Graham zur Ruhe gesetzt hatte, kehrte Buffett in seine Heimatstadt Omaha zurück. Dort hatte er Zeit, weit abseits von der wilden Meute der Wall Street über Grahams Methodologie nachzusinnen. In dieser Zeit fielen ihm an den Lehren seines Mentors ein paar Dinge auf, die er irritierend fand.

Das Erste war, dass nicht alle Unternehmen, die Graham als unterbewertet betrachtete, später höher neu bewertet wurden. Manche gingen sogar bankrott. Auf jede Fuhre Gewinner kamen auch einige Verlierer, und das schmälerte die Gesamtperformance beträchtlich. Dagegen versuchte sich Graham dadurch abzusichern, dass er ein breit diversifiziertes Portfolio verwaltete, das manchmal über hundert Unternehmen enthielt. Außerdem gehörte es zu Grahams Strategie, jede Aktie abzustoßen, die nicht innerhalb von zwei Jahren gestiegen war. Doch am Ende des Tages blieben viele seiner „unterbewerteten Aktien“ weiterhin unterbewertet.