



Mary
Buffett
David Clark

So liest **WARREN**
BUFFETT
Unternehmenszahlen

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

Börsenbuchverlag

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
AKTIENGESELLSCHAFT

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 Warren 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 Aktionärsvermögens

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“ schrieben, 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 darstellten, 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



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.

Warrens Ticket zum Reichtum: Dauerhaftigkeit

Warren hat gelernt, dass die Dauerhaftigkeit des Wettbewerbsvorteils Urheber des ganzen Wohlstands ist. Coca-Cola verkauft seit 122 Jahren das gleiche Produkt und die Chancen stehen gut, dass es dieses Produkt auch noch die nächsten 122 Jahre verkauft.

Diese Beständigkeit des Produkts führt dazu, dass auch die Gewinne des Unternehmens beständig sind. Wenn das Unternehmen sein Produkt nicht zu ändern braucht, dann braucht es auch keine Millionen für Forschung und Entwicklung auszugeben, und es braucht keine Milliarden für die Umrüstung seiner Fabrik auszugeben, damit diese das Modell für das nächste Jahr produzieren kann. Daher stapelt sich das Geld in den Tresoren des Unternehmens, so dass es kaum Schulden zu machen braucht und somit kaum Zinsen

zu bezahlen braucht. Und deshalb hat es viel Geld übrig, mit dem es entweder seine betrieblichen Aktivitäten ausweiten oder Aktien zurückkaufen kann – was den Gewinn und den Aktienkurs in die Höhe treibt, was wiederum die Aktionäre reicher macht.

Wenn sich Warren die Zahlen eines Unternehmens anschaut, achtet er daher auf Beständigkeit. Hat es beständig hohe Bruttogewinnspannen? Hat es beständig wenige oder gar keine Schulden? Gibt es beständig *keine* hohen Summen für Forschung und Entwicklung aus? Weist es beständig Gewinne aus? Weist es beständiges Gewinnwachstum aus? Diese Beständigkeit zeigt Warren die „Dauerhaftigkeit“ des Wettbewerbsvorteils eines Unternehmens an.

Der Ort, an dem Warren nachschaut, ob das Unternehmen einen „dauerhaften“ Wettbewerbsvorteil hat, sind die Geschäftsberichte.

13

Forschung und Entwicklung: Warum Warren die Finger davon lässt

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

(in Millionen US-Dollar)

	Erlös	10.000
	Umsatzkosten	3.000
->	Bruttogewinn	7.000
	Betriebsaufwendungen	
	Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstige Gemeinkosten	2.100
->	Forschung und Entwicklung	1.000
	Abschreibungen	700
	Operativer Gewinn	3.200

Das ist ein Hauptpunkt bei der Identifizierung von Unternehmen mit einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil. Was ein langfristiger Wettbewerbsvorteil zu sein scheint, ist häufig ein Vorteil, der dem Unternehmen durch ein Patent oder einen technischen Fortschritt beschert wird. Wenn der Wettbewerbsvorteil auf einem Patent beruht – etwa bei Pharma-Unternehmen –, läuft das Patent irgendwann aus und damit verschwindet der Wettbewerbsvorteil des Unternehmens.

Wenn der Wettbewerbsvorteil das Resultat einer technischen Weiterentwicklung ist, besteht immer die Gefahr, dass sie durch eine noch neuere Technologie ersetzt wird. Deshalb hat Microsoft so große Angst vor den technischen Fortschritten von Google. Der Wettbewerbsvorteil von heute kann zur Veralterung von morgen werden.

Solche Unternehmen müssen nicht nur enorme Geldsummen für Forschung und Entwicklung aufbringen, sondern da sie ständig neue Produkte erfinden müssen, müssen sie auch ihre Vertriebsprogramme umgestalten und aktualisieren. Das bedeutet, dass auch ihre Vertriebs- und Verwaltungskosten gewaltig sind. Überlegen Sie sich einmal Folgendes: Merck muss 29 Prozent seines Bruttogewinns für Forschung und Entwicklung sowie 49 Prozent für Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstige Gemeinkosten ausgeben, das heißt, zusammen zehren sie 78 Prozent des Bruttogewinns auf. Und dazu kommt noch, dass Merck & Co., wenn es ihm nicht gelingt, das nächste Arzneimittel zu erfinden, das Milliardenereinnahmen bringt, seinen Wettbewerbsvorteil verliert, sobald seine bestehenden Patente auslaufen.

Intel ist auf seinem Gebiet, das sich so rasant entwickelt, zwar führend, aber es muss beständig rund 30 Prozent seines Bruttogewinns für Forschung und Entwicklung ausgeben, wenn es nicht innerhalb weniger Jahre seinen Wettbewerbsvorteil verlieren will.

Die Anleihen-Ratingagentur Moody's ist ein Langzeit-Favorit von Warren, und das aus gutem Grund: Moody's hat keine Forschungs- und Entwicklungskosten und gibt im Schnitt nur 25 Prozent seines Bruttogewinns für Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstige Gemeinkosten aus. Coca-Cola hat zwar auch keine Aufwendungen für Forschung und Entwicklung, aber es muss enorm viel Werbung machen – trotzdem gibt es im Schnitt nur 59 Prozent seines Bruttogewinns für Gemeinkosten aus. Bei Moody's und Coca-Cola braucht sich Warren nicht in schlaflosen Nächten Sorgen darum zu machen, dass irgendein Arzneimittelpatent ausläuft oder dass sein Unternehmen den Wettlauf um den nächsten technischen Durchbruch nicht gewinnt.

Hier nun also Warrens Regel: Der Wettbewerbsvorteil von Unternehmen, die enorme Ausgaben für Forschung und Entwicklung haben, ist mit einem grundsätzlichen Makel behaftet, der immer ihre langfristige Wirtschaftlichkeit gefährdet. Deshalb sind sie keine sicheren Anlagen.

Und wenn eine Anlage nicht sicher ist, interessiert sie Warren nicht.

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

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

(in Millionen US-Dollar)

Betriebsaufwendungen	
Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstige Gemeinkosten	2.100
Forschung und Entwicklung	1.000
Abschreibungen	700
Operativer Gewinn	3.200

Zinsaufwendungen	200
Gewinn (Verlust) aus der Veräußerung von Betriebsvermögen	1.275
Sonstige	225
<hr/>	
Gewinn vor Steuern	1.500
-> Bezahlte Ertragsteuer	525

Wie jeder andere Steuerzahler müssen auch Unternehmen auf ihre Einkünfte Steuern bezahlen. In den Vereinigten Staaten beträgt der Steuersatz derzeit etwa 35 Prozent des Gewinns. Wenn Steuern bezahlt wurden, wird das in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Bezahlte Ertragsteuer“ angegeben.

Das Interessante an der bezahlten Ertragsteuer ist nun, dass dieser Posten den wahren Vorsteuergewinn des Unternehmens wiedergibt. Manchmal möchten Unternehmen aller Welt sagen, sie würden mehr Geld verdienen, als sie in Wirklichkeit verdienen. (Schockierend, oder?) Eine Möglichkeit, herauszufinden, ob sie die Wahrheit sagen, ist ein Blick in die Unterlagen, die sie bei der SEC einreichen. Dort sieht man, wie viel Körperschaftssteuer sie bezahlen. Dann nehme man die Zahl, die das Unternehmen als operativen Vorsteuergewinn angibt, und rechne aus, wie viel 35 Prozent davon sind. Wenn das, was dabei herauskommt, nicht dem Betrag entspricht, den das Unternehmen als bezahlte Ertragsteuer angegeben hat, sollte man lieber Fragen stellen.

Warren hat im Laufe der Jahre gelernt, dass Unternehmen, die eifrig das Finanzamt in die Irre führen, gewöhnlich auch eifrig ihre Aktionäre in die Irre führen. Das Schöne an einem Unternehmen mit langfristigem Wettbewerbsvorteil: Es verdient so viel Geld, dass es niemanden irrezuführen braucht, um gut dazustehen.

Der Gewinn je Aktie: Wie Warren Gewinner von Verlierern unterscheidet

Der Gewinn je Aktie eines Unternehmens ist der Reingewinn des Unternehmens pro Aktie in dem betreffenden Zeitraum. Diese Zahl ist in der Welt der Geldanlage sehr bedeutsam, denn grundsätzlich kann man sagen: Je mehr ein Unternehmen pro Aktie verdient, umso höher ist sein Aktienkurs. Um den Gewinn je Aktie eines Unternehmens zu bestimmen, nimmt man den Reingewinn des Unternehmens und teilt ihn durch die Anzahl der umlaufenden Aktien. Ein Beispiel: Wenn ein Unternehmen in einem Jahr zehn Millionen Dollar Reingewinn erzielt hat und wenn eine Million Aktien des Unternehmens umlaufen, beläuft sich der Gewinn je Aktie in diesem Jahr auf zehn Dollar je Aktie.

Anhand des Gewinns je Aktie in einem Jahr kann man zwar kein Unternehmen mit dauerhaftem Wettbewerbsvorteil erkennen, aber der Gewinn je Aktie für einen 10-Jahres-Zeitraum kann uns ein ganz klares Bild davon liefern, ob dem Unternehmen ein langfristiger Wettbewerbsvorteil zugutekommt. Warren ist auf eine Gewinnentwicklung je Aktie über zehn Jahre aus, die Beständigkeit und einen Aufwärtstrend aufweist.

Das kann zum Beispiel so aussehen:

08 \$ 2,95
07 \$ 2,68
06 \$ 2,37
05 \$ 2,17
04 \$ 2,06
03 \$ 1,95
02 \$ 1,65
01 \$ 1,60
00 \$ 1,48
99 \$ 1,30
98 \$ 1,42

Dies zeigt Warren, dass das Unternehmen beständig Gewinne erzielt, die nach oben tendieren – ein hervorragendes Anzeichen dafür, dass dem Unternehmen ein langfristiger Wettbewerbsvorteil in die Karten spielt. Beständige Gewinne sind normalerweise ein Zeichen dafür, dass das Unternehmen ein Produkt oder einen Produktmix verkauft, das oder der keinen kostspieligen Veränderungsprozess durchlaufen muss. Dass der Gewinn nach oben tendiert, bedeutet, dass das Unternehmen wirtschaftlich stark genug ist, um entweder die Marktanteile durch Investitionen in Werbung oder Expansion auszubauen oder um Financial Engineering zu betreiben, zum Beispiel indem es Aktien zurückkauft.

Die Unternehmen, von denen Warren die Finger lässt, weisen ungleichmäßige Gewinne auf, die etwa so aussehen:

08 \$ 2,50
07 \$ -0,45
06 \$ 3,89
05 \$ -6,05
04 \$ 6,39
03 \$ 5,03
02 \$ 3,35
01 \$ 1,77
00 \$ 6,68
99 \$ 8,53
98 \$ 5,24

Hier ist ein durch Verluste akzentuierter Abwärtstrend zu erkennen. Dies verrät Warren, dass das Unternehmen in einer Branche mit scharfem Wettbewerb tätig ist, die anfällig für Auf- und Abschwünge ist. Wenn die Nachfrage größer ist als das Angebot, entsteht ein Boom, aber wenn die Nachfrage sehr gut ist, steigert das Unternehmen die Produktion, um die Nachfrage zu befriedigen, was die Kosten erhöht und letztlich zu einem Überangebot innerhalb der Branche führt. Dieses Überangebot führt zu einem Preisverfall, sodass das Unternehmen Verluste schreibt, bis der nächste Aufschwung einsetzt. Es gibt Tausende solche Unternehmen und ihre wilden Kursausschläge, die durch die unberechenbaren Unternehmensgewinne entstehen, erzeugen bei traditionellen Value-Investoren die Illusion von Kaufgelegenheiten. Doch in Wirklichkeit kaufen sie damit eine lange, langsame Bootsfahrt ins Investoren-Nirwana.

Das Anlagevermögen: Eines von Warrens Erfolgsgeheimnissen

BILANZ/AKTIVA

(in Millionen US-Dollar)

Summe kurzfristiges Umlaufvermögen	12.005
Grundstücke, Gebäude, Anlagen	8.493
Goodwill	4.246
Immaterielle Vermögenswerte	7.863
-> Langfristige Anlagen	7.777
Sonstige langfristige Vermögenswerte	2.675
Sonstige Aktiva	0
Summe Aktiva	43.059

Unter diesem Aktivposten der Unternehmensbilanz werden die Werte langfristiger Anlagen (länger als ein Jahr) wie etwa Aktien, Anlagen und Immobilien verbucht. Dazu gehören auch Investitionen in Schwester- und Tochterunternehmen. Das Interessante am Anlagevermögen ist, dass diese Vermögenswerte in den Büchern entweder zu ihrem Kaufpreis oder zu ihrem Marktpreis geführt werden – je nachdem, was niedriger ist. Allerdings dürfen sie selbst dann, wenn ihr Wert zugenommen hat, nicht über dem Kaufpreis geführt werden. Das heißt, ein Unternehmen kann einen sehr wertvollen Vermögenswert besitzen, den es in den Büchern weit unter seinem Marktwert führt.

Die langfristigen Anlagen eines Unternehmens können viel über die Investitions-Einstellung der Unternehmensführung aussagen. Investiert sie in andere Unternehmen, die dauerhafte Wettbewerbsvorteile haben, oder investiert sie in Unternehmen, die in wettbewerbsintensiven Branchen zu Hause sind? Es kommt vor, dass die Unternehmensführung wundervoller Unternehmen enorme Investitionen in mittelmäßige Unternehmen tätigt, und das nur, weil sie schiere Größe für besser hält. Es kommt auch vor, dass ein visionärer Manager eines mittelmäßigen Unternehmens in Unternehmen investiert, die einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil haben. So hat Warren seine Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway zu dem Imperium aufgebaut, das es heute ist. Einstmals war Berkshire ein mittelmäßiges Unternehmen in der höchst wettbewerbsintensiven Textilindustrie. Warren kaufte eine Kontrollbeteiligung, stoppte die Dividendenausschüttungen, damit sich Bargeld ansammelte, und dann nahm er das Betriebskapital des Unternehmens, zog los und kaufte eine Versicherungsgesellschaft. Anschließend nutzte er das Vermögen der Versicherungsgesellschaft und begab sich auf eine 40 Jahre lange Einkaufstour – er kaufte Unternehmen mit dauerhaftem Wettbewerbsvorteil.

Selbst einen Frosch von Unternehmen, der einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil besitzt, braucht man bloß oft genug zu küssen, dann verwandelt er sich in einen König von Unternehmen.

Oder, in Warrens Fall, in 60 Milliarden Dollar, denn so viel sind die Aktien von Berkshire Hathaway inzwischen wert.