

INVESTIEREN

WIE WARREN

BUFFETT

LERNEN SIE VON SEINEN
20 WICHTIGSTEN INVESTMENTS

YEFEI LU

FBV

© des Titels »Investieren wie Warren Buffett« von Yefei Lu (ISBN 978-3-95972-198-1)
2019 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

DANK

Möglich war dieses Buch allein deshalb, weil mich so viele Menschen engagiert unterstützt und dazu beigetragen haben. Ihnen allen möchte ich für ihre Hilfe herzlich danken.

An erster Stelle gilt mein Dank Eddie Ramsden von der London Business School, der mich dazu ermutigte, aus einem ursprünglich persönlichen Forschungsprojekt ein ausgewachsenes Buch zu machen. Hätte er nicht weitblickend erkannt, dass da doch noch etwas fehlte, hätte ich mich aus der Überzeugung, über Warren Buffett sei schon zu viel geschrieben worden, nie in dieser Form an das Thema herangewagt.

Bridget Flannery-McCoy und Stephen Wesley von der Columbia University Press schulde ich ebenfalls Dank. Sie haben eng mit mir zusammengearbeitet, mir über viele Stunden Feedback gegeben und meine Texte redigiert. Euch herzlichen Dank für euren Einsatz bei diesem Projekt – und auch dafür, dass ihr eure Kompetenzen eingebracht habt. Ohne euch und ohne die Unterstützung der Columbia University Press wäre dieses Buch so nie realisiert worden.

Vor allem aber möchte ich mich auch bei meinen derzeitigen Kollegen bei der Shareholder Value Management AG in Frankfurt, Deutschland, für die entscheidenden Beiträge bedanken, die sie im Einzelnen geleistet haben. Frank Fischer und Reiner Sachs danke ich für den Aufbau einer Organisation, die mir nicht nur ein fantastisches Umfeld, sondern auch die Möglichkeit geboten hat, mein Verständnis von wertorientierter Kapitalanlage laufend zu vertiefen – eine wesentliche Voraussetzung für die Entstehung dieses Buches. Ihr beide, jeder auf seine Weise, seid wirklich zwei der unglaublichsten und positivsten Menschen, mit denen ich je zusammenarbeiten durfte. Frank, dir schulde ich besonderen Dank für die nicht unwesentliche Zeit, die du darauf verwendet hast, mich an deinen Erkenntnissen über Kapitalanlage und viele andere Dinge des Lebens teilhaben zu lassen. Mein Dank gilt aber auch meinen Kollegen Suad Cehajic, Gianluca Ferrari, Ronny Ruchay, Simon Hubry und Cedric Schwalm für viele Fachgespräche – und da-

für, dass sie sich trotz voller Terminkalender Zeit genommen haben, Manuskriptfassungen zu lesen und detailliert zu kommentieren. Diese Firma und ihre Mannschaft haben mir viel von dem vermittelt, was ich über wertorientiertes Investieren weiß – und über das Leben allgemein.

Meine früheren Kollegen vom Forum Family Office in München dürfen ebenfalls nicht unerwähnt bleiben. Besonderen Dank schulde ich Frank Weippert, Till Campe, Jeremie Couix, Sasha Seiler und Dr. Burkhard Wittek, die bis heute großartige Sparringspartner für Anlageideen und geschätzte Gleichgesinnte aus der deutschen Value-Investing-Community sind, der ich sehr gerne angehöre.

Aus diesem Kreis möchte ich mich noch bei Norman Rentrop und Jens Grosse-Allermann bedanken, die das alljährliche Get-together deutscher Investoren auf der Jahresversammlung von Berkshire Hathaway organisieren. Ich hatte mehrfach das Vergnügen, daran teilnehmen zu dürfen, und es war für mich eine tolle Ressource und ein großartiger Service speziell für die deutsche Value-Investing-Gemeinde.

Zu großem Dank verpflichtet bin ich ferner auch: Rob Vinall von RV Capital, der an der Überarbeitung mehrerer Kapitel dieses Buches mitgewirkt und mir über die Jahre viel über zahlreiche Aspekte des wertorientierten Investierens beigebracht hat, was ich enorm zu schätzen weiß; Frederik Meinertsen von der SEB, der sich für meine eher akademische Arbeit interessierte und mir zu verschiedenen Teilen des Buches wertvolle Rückmeldungen gab; Chris Genovese von Sanborn Maps, der 2013 für das historische Archiv des Unternehmens zuständig war und mir wesentlich bei der Suche nach Originalunterlagen über die Firma geholfen hat; Professor T. Lindsay Baker von der Tarleton State University, der mich bei der Fallstudie über Dempster Mill Manufacturing enorm unterstützt hat, und vielen anderen, wie Ralph Bull oder Daniel Teston, die mir gestattet haben, in meinem Buch ihre Werke und Fotos zu verwenden.

Abschließend möchte ich mich noch bei meiner lieben Familie bedanken, bei Lily, Leo, meinen Eltern Xuanyong und Lizhu und bei meinem Bruder Felix, die dieses zeitraubende Projekt allesamt mitgetragen und klaglos hingenommen haben, wie viele Stunden ich zu Hause, am Strand und überall sonst tippend am Rechner saß. Vielen Dank für euer Verständnis, eure Geduld und eure Liebe.

EINLEITUNG

In den letzten 30 Jahren sind Warren Buffett und seine Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway zu einem Begriff geworden. Auch Omaha im US-Bundestaat Nebraska ist in der Investmentwelt längst keine unbekannte Stadt im Mittleren Westen mehr. Buffetts legendärer Anlageerfolg hat zahlreiche Anleger veranlasst, seinem Beispiel zu folgen. Auch viele Investmentprofis versuchen, seine Strategien nachzuvollziehen. Doch was waren Buffetts beste Investments? Und in welchem Kontext hat er sich engagiert? Vor allem aber: Was können wir aus seinen Erfahrungen lernen?

Auf den Spuren von Buffetts Investmentkarriere soll dieses Buch Antworten liefern. Konkret habe ich 20 seiner Beteiligungen herausgegriffen, die sich meiner Ansicht nach am stärksten auf seine Entwicklung auswirkten. Ich habe dabei einen Querschnitt aus unterschiedlichen Anlagearten und Investments ausgewählt, die ich für besonders aufschlussreich halte. Außerdem habe ich auch die relative Größe der einzelnen Anlagen zum Zeitpunkt des jeweiligen Engagements berücksichtigt.

Mein Ansatz bei der Analyse dieser maßgeblichen Investments fokussiert sich auf das Vorgehen Buffetts, nachdem er seine Anlageentscheidungen getroffen hatte. Dabei habe ich versucht, aus der Perspektive eines Außenstehenden nachzuvollziehen, welche Beweggründe er – oder ein anderer Investor – im Einzelfall gehabt haben dürfte. Wo es angezeigt erschien, habe ich versucht, die Unternehmen aus der Sicht eines Investmentanalysten zu der Zeit zu beleuchten, als sich Buffett dafür interessierte, um so seine einzigartige Herangehensweise deutlich zu machen. Daher geht es in diesem Buch – anders als in vielen biografischen Werken über Buffett –, nicht ausschließlich um die Geschichte Buffetts, sondern eher um *die* Aspekte, die mit seinen wichtigsten Investments in Zusammenhang stehen. Es soll insofern über die verschiedenen Publikationen mit umfänglichen Informationen über Buffetts Anlagen (einschließlich

seiner eigenen alljährlichen Aktionärsbriefe) hinausgehen, als, soweit irgend möglich, Originalquellen und sonstige historische Informationen herangezogen werden. Insgesamt möchte ich dem Leser eine realitätsnahe Analyse der maßgeblichen Beteiligungen Buffetts liefern, damit er daraus eigene Erkenntnisse und Schlussfolgerungen ziehen kann.

Das Buch gliedert sich in drei chronologisch geordnete Teile. Der erste Teil befasst sich mit fünf maßgeblichen Investments, die Buffett zwischen 1957 und 1968 vornahm, als er die Buffett Partnership Limited leitete – eine private Investitionspartnerschaft, die er managte, bevor er Berkshire Hathaway übernahm. Im zweiten Teil werden neun Anlagen Buffetts aus der Zeit zwischen 1968 und 1990 genauer unter die Lupe genommen – also den ersten 20 Jahren, in denen Berkshire Hathaway als sein Investmentinstrument fungierte. Der dritte und letzte Teil schließlich konzentriert sich auf die Berkshire-Periode zwischen 1990 und 2014.

Kurze Einleitungen zu den jeweiligen Teilen sollen ein Bild davon liefern, wie die einzelnen Anlagen in seine Karriere passen und vermitteln Hintergrundinformationen über die Anlagevoraussetzungen im damaligen Zeitraum am US-Aktienmarkt – Buffetts primärem Investmentrevier. Die einzelnen Kapitel sind den spezifischen Investments gewidmet, die jeweils als Fallstudie abgehandelt werden. Der letzte Teil des Buches ist eine Reflexion über die allgemeine Entwicklung Buffetts als Investor. Darin wird auch zusammengefasst, was ich durch meine Analyse seiner 20 wichtigsten Anlagen aus seiner Investmentphilosophie und -strategie gelernt habe.

Vor der konkreten Betrachtung einzelner Beteiligungen Buffetts möchte ich die für meine Analyse verwendete Methodik erläutern. Bei der Anlagebewertung ging ich folgendermaßen vor: Ich beleuchtete zunächst die qualitativen Faktoren und den Kontext der Beteiligung und nahm dann eine Bewertung vor. Für diese ermittelte ich den Substanzwert und zwar in erster Linie auf der Grundlage des Gewinns, der meines Erachtens das nachhaltige Ertragsniveau des betreffenden Unternehmens darstellte. Dazu nahm ich häufig Anpassungen vor, um dem zyklischen Charakter von Firmen Rechnung zu tragen. Manchmal wurden die Zahlen auch um Abschreibungen im Verhältnis zu den Erhaltungsinvestitionen bereinigt. In anderen Fällen zog ich einfach das Vorjahresergebnis heran. Der Einheitlichkeit und Einfachheit halber

entschied ich mich für das $EV/EBIT^*$ auf der Grundlage der vorstehend erwähnten normalisierten Zahlen als ertragsbasierte Bewertungskennziffer. Auf das KGV^{**} bezog ich mich seltener. In wenigen Fällen, in denen mir das angezeigt erschien, verwendete ich anstelle oder zusätzlich zu der ertragsgestützten eine vermögensbasierte Bewertung.

Die qualitative Bewertung und die von mir gewählten Methoden sind nicht die einzige Möglichkeit, die betreffenden Unternehmen zu evaluieren. Meine Analyse unterliegt einem gewissen Auslegungsspielraum, und sicherlich könnte diese Interpretation im einen oder anderen Fall durch weitere Anpassungen optimiert werden, die ich nicht vorgenommen habe. In der Summe soll dieses Buch aber eine zutreffende Investmentanalyse der Unternehmen auf der Grundlage der verfügbaren Daten liefern. Insgesamt geht aus meinen Analysen hervor, wie ich Buffetts Anlageentscheidungen nach besten Kräften verstanden und interpretiert habe.

-
- * Das $EV/EBIT$ steht für den Unternehmenswert (Enterprise Value, kurz EV), geteilt durch den Gewinn vor Zinsen und Steuern (Earnings Before Interest and Tax, kurz EBIT).
- ** KGV steht für »Kurs-Gewinn-Verhältnis« und stellt eine wichtige Kennzahl der Fundamentalanalyse dar. Sie gibt Auskunft darüber, wie eine Aktie in Bezug auf die künftig erwarteten Gewinne bewertet ist. Die Berechnung erfolgt, indem die Gesamtzahl der Aktien multipliziert mit dem aktuellen Kurs (= Marktkapitalisierung) durch den erwarteten Gewinn eines Unternehmens geteilt wird.

© des Titels »Investieren wie Warren Buffett« von Yefei Lu (ISBN 978-3-95972-198-1)
2019 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

ERSTER TEIL

DIE FRÜHEN JAHRE

(1957 BIS 1968)

© des Titels »Investieren wie Warren Buffett« von Yefei Lu (ISBN 978-3-95972-198-1)
2019 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

Warren Buffetts ernstzunehmende Investmentkarriere begann 1957, als er seine erste Investmentgesellschaft gründete. Nachdem er zwei Jahre lang als Wertpapieranalyst bei der Graham-Newman Corporation gearbeitet und gut dokumentierte Erfahrungen als Student Benjamin Grahams an der Columbia Business School gesammelt hatte, gründete er mit Kapital von Freunden, Angehörigen und engen Partnern die Buffett Partnership Limited (BPL).¹

Die Einzelheiten von Buffetts Denkprozess bei Anlageentscheidungen sind im weiteren Verlauf seiner Karriere viel besser dokumentiert, doch ein paar offensichtliche Themen lassen sich bereits in den Jahren erkennen, in denen er die BPL betrieb. An erster Stelle steht dabei der Schwerpunkt darauf, zu einem günstigen Preis zu kaufen. In seinem Brief an die Gesellschafter aus dem Jahr 1962 schreibt Buffett, Eckpfeiler seiner Investmentphilosophie sei es, Vermögenswerte zu Schnäppchenpreisen zu erwerben. Damit meint er in klassischer Benjamin-Graham-Auffassung von einem im Verhältnis zum Substanzwert günstigen Preis die fundamentale Bewertung der Fähigkeit eines Unternehmens, Cashflow zu generieren, beziehungsweise den Wert des Vermögens einer Firma. Zweitens sieht Buffett den Markt eindeutig als beweglich an. »Mr. Market« bewertet ein Unternehmen entweder zu hoch oder zu niedrig, kommt dabei aber langfristig immer wieder auf den Substanzwert zurück. Drittens achtet Buffett insofern auch auf die Anlegerpsychologie, als er wissen will, wer auf dem Markt investiert, und welche Effekte die Meinung der Anleger hat. Insbesondere spricht er häufiger davon, inwiefern die Anleger eine ruhige Hand haben sowie von den phasenweise auftretenden Manien.

Im Rahmen seiner Tätigkeit für die Gesellschaft hielt Buffett seine Positionen seinerzeit geheim. Mit seinen Gesellschaftern verfuhr er nach einer Black-Box-Strategie. Im Anhang zu seinem Gesellschafterbrief zum Jahresende 1963 schreibt er: »Zu unserer laufenden Anlage-tätigkeit können wir uns nicht äußern. Eine solche Offenheit könnte unsere Ergebnisse keinesfalls verbessern und uns in manchen Fällen sogar ernsthaft schaden. Auf die Frage, ob wir uns für ein bestimmtes Wertpapier interessieren, müssen wir uns aus diesem Grund auch gegenüber unseren Gesellschaftern auf den fünften Verfassungszusatz berufen.«²

In dieser Zeit investierte Buffett hauptsächlich in eine Mischung aus wertorientierten Beteiligungen und Kapitalmaßnahmen von Unternehmen. Die BPL steckte mitunter bis zu 35 Prozent ihres Nettovermögens in ein einzelnes Unternehmen und hielt gelegentlich auch Mehrheitsbeteiligungen an solchen Firmen.

Als Buffett Ende der 1950er-, Anfang der 1960er-Jahre seine Gesellschaft leitete, erfreuten sich die Vereinigten Staaten ruhiger, wirtschaftlich erfolgreicher Zeiten: Im Anschluss an den Koreakrieg in den 1950er-Jahren und mitten im Kalten Krieg Anfang der 1960er-Jahre war die wirtschaftliche Entwicklung in den USA weniger ereignisreich als die politische. In den 1950er-Jahren kletterte der Dow von rund 200 Punkten im Jahr 1950 auf rund 600 Punkte im Jahr 1960 (also um 200 Prozent). Anfang der 1960er-Jahre setzte zwar eine leichte Rezession ein, die den Dow 1962 von seinem Ende 1961 erreichten Hoch über 730 auf Werte zwischen 520 und 540 zurückfallen ließ (ein Rückgang um 27 Prozent), doch 1965 war der Dow bereits wieder über 900 gestiegen (ein Anstieg von 70 Prozent). In der Kennedy-Ära wuchs die Wirtschaft weiter. Erste größere Bedenken zeichneten sich erst Ende der 1960er-Jahre ab, als die Inflationsrate immer schneller anzog. Als Buffett seine Investmentgesellschaft 1968 auflöste, hatte die wirtschaftliche Blütezeit ein Niveau erreicht, auf dem es immer schwieriger wurde, die Art werthaltiger Anlagen aufzutreiben, für die er sich interessierte. Das war tatsächlich einer der Hauptgründe für die Auflösung seiner Gesellschaft trotz guter Performance.

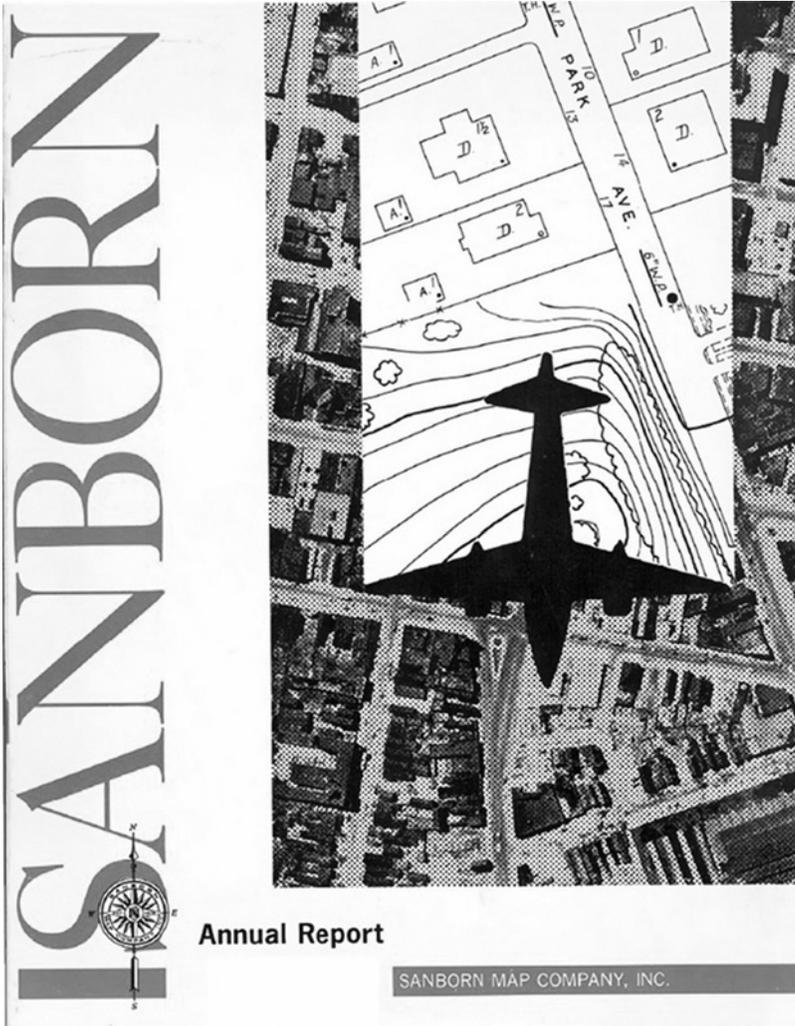
Die fünf im ersten Teil dieses Buches analysierten Beteiligungen halte ich für die wichtigsten oder besonders aufschlussreichen aus den Jahren seiner Investmentgesellschaft.

1

1958: DIE SANBORN MAP COMPANY

Die Sanborn Map Company hat eine faszinierende Geschichte. In den 1860er-Jahren stellte die Aetna Insurance Company einen jungen Landvermesser namens D. A. Sanborn ein. Er sollte mehrere Stadtpläne von Boston anfertigen. Die Versicherungsgesellschaft verwendete das Kartenmaterial, um die Feuergefahr für die Brandversicherung bestimmter Gebäude in den erfassten Arealen zu ermitteln. Die Karten erfüllten ihren Zweck so gut, dass D. A. Sanborn sein eigenes Unternehmen gründete – die spätere Sanborn Map Company. In den 1860er- und 1870er-Jahren expandierte Sanborn in der Region. Ende der 1870er-Jahre hatte er schon über 50 Städte kartiert.¹ In den 1920er-Jahren war Sanborn Maps in den Vereinigten Staaten Marktführer für die Kartierung für Feuerversicherungen.

Um Sanborn Maps und seine Produkte richtig zu verstehen, ist etwas Hintergrundwissen über die Feuerversicherungsindustrie erforderlich. Die ersten Brandversicherungen wurden in England nach dem großen Feuer von 1666 angeboten, dem über 13.000 Häuser in der Londoner Innenstadt zum Opfer fielen. Rund 20 Prozent der Bürger der Stadt wurden dadurch obdachlos. Im 18. und 19. Jahrhundert migrierte die Branche in die Vereinigten Staaten und wurde dort zunächst von britischen Gesellschaften beherrscht, denen ein königliches Dekret erlaubte, dieses Geschäft zu betreiben, und später von amerikanischen Unternehmen als lokalen Branchenpionieren. Ende des 19. Jahrhunderts gab es Brandversicherungen vor allem in größeren Städten wie Boston und Philadelphia. Die Gesellschaften zeichneten Risiken und legten Prämien fest, indem sie das fragliche Gebäude auf Bauweise, Baustoffe, Anzahl der Fenster und andere Faktoren im Zusammenhang mit ihrer Konstruktion hin untersuchten – benachbarte Gebäude eingeschlossen.



© des Titels »Investieren wie Warren Buffett« von Yefei Lu (ISBN 978-3-95972-198-1)
2019 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

Abbildung 1.1

Die Vorgehensweise machte eine Begehung vor Ort durch einen professionellen Inspektor erforderlich. Da solche Besichtigungen sehr zeitaufwendig und kostspielig waren, hatte es offensichtliche Vorteile, ein Unternehmen zu beauftragen, das detaillierte Karten erstellte, die eine realistische Einschätzung der Feuergefahren ermöglichten. Zum einen war es viel effizienter, gleich einen Straßenzug oder ein ganzes Viertel

abzuarbeiten. Vor allem aber konnten die so beschafften Informationen nicht nur für einen Versicherer eingesetzt werden, sondern boten Skaleneffekte. Eine einmal erstellte Karte konnte von vielen verschiedenen Versicherungsgesellschaften herangezogen werden, um die Risiken für gleichartige Gebäude einzuschätzen.²

Ähnliches gilt beispielsweise für moderne seismische Erkundungen – also für die Branche, die kartografische Dienste für Ölgesellschaften erbringt, die Offshore-Bohrungen durchführen. Unternehmen wie TGS-NOPEC profitieren von ähnlichen Skaleneffekten. TGS-NOPEC führt 2-D- und 3-D-Vermessungen des Meeresbodens in Regionen wie dem Golf von Mexiko durch und verkauft die gewonnenen Informationen dann an große Ölfirmen, die dort bohren wollen. Im damaligen Kontext war Sanborn Maps außerdem klar auf die Praxis der Mehrfachversicherung ausgerichtet. Es war seinerzeit durchaus üblich, dass größere industrielle Komplexe von mehreren Versicherungsgesellschaften versichert wurden, die jeweils nur einen Teil der Risiken schulterten.

Die Kosten für die Erstellung derart detaillierter Karten waren zwar zunächst gewaltig, doch sobald Sanborn die hohen Vorlaufkosten für die Kartierung einer Stadt aufgebracht hatte, war die laufende Geschäftstätigkeit in einer solchen Region weitaus weniger kapitalintensiv. Oft brauchte man dort nur wenige Inspektoren, die überwachten, ob es Veränderungen an Straßen und Gebäuden gab, und die Informationen an die kartografische Abteilung der Sanborn-Zentrale übermittelten, wo dann Neufassungen der Karten erstellt wurden. Mit der Zeit konnte Sanborn daher ausgesprochen interessante Margen erzielen. Bearbeitete jedoch ein Konkurrent denselben Markt und Sanborn musste sich die in einer Stadt zu erzielenden Einnahmen mit dem Mitbewerber teilen, rechtfertigte der geringere Umsatz auf einem geteilten Markt die hohen Eingangsinvestitionen für die Kartierung nicht mehr. Sobald Sanborn also eine Stadt kartografisch erfasst hatte, siedelte sich dort kein zweiter Mitbewerber an. Dieser zweite Aspekt sorgte dafür, dass die Branche konsolidierungsreif wurde.

Vor diesem Hintergrund ist nachvollziehbar, dass ein gut geführtes Unternehmen wie Sanborn Maps – das akribisch darauf achtete, sein Personal dazu anzuleiten, exakte Karten zu erstellen, die höchsten Ansprüchen genügten, und das zunächst aggressiv organisch und später auch durch Übernahmen wuchs – großen Erfolg hatte. Ende des 19. Jahrhunderts gab es zwar noch mehrere andere Kartierungsunternehmen, wie die Jefferson Insurance Company, Hexamer & Locher, Perris & Brown

Wie es ihrem ursprünglichen Zweck entsprach, nämlich Versicherungsgesellschaften die Einschätzung von Feuerrisiken zu erleichtern, enthielten die Sanborn-Karten nicht nur Details zu den Straßen und Häusern einer Stadt, sondern auch Angaben zum Durchmesser der unter den Straßen geführten Wasserleitungen, zur Anzahl der Fenster, zu den Aufzugschächten, zu den für die Gebäude verwendeten Baustoffen und zu den Produktionsstraßen von Industrieanlagen.

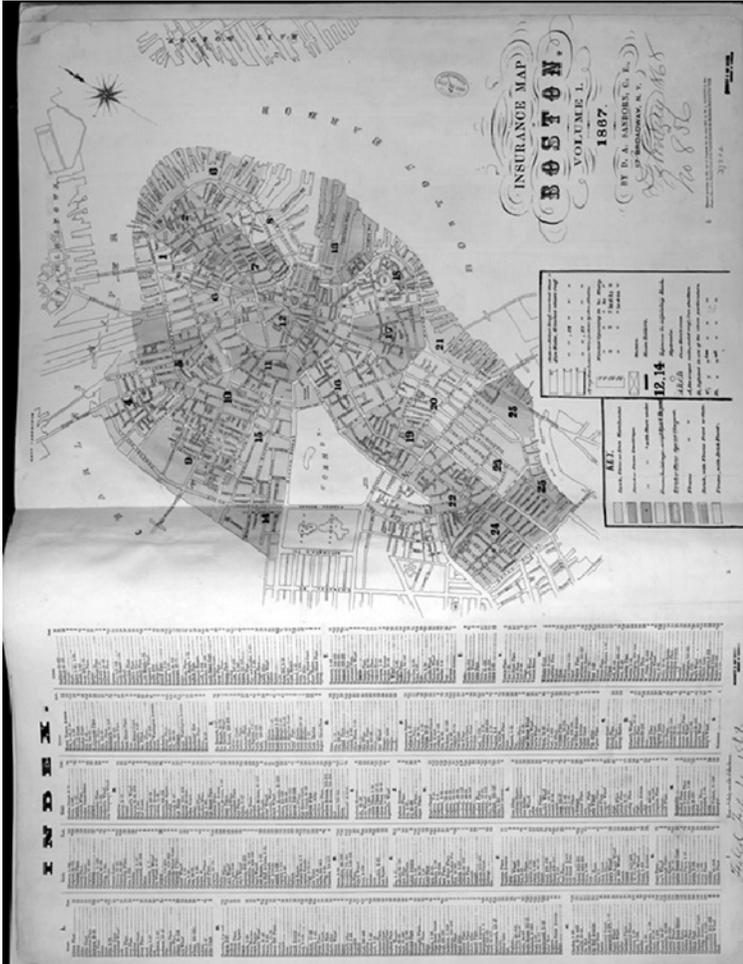


Abbildung 1.3: Sanborn-Stadtplan von Boston (1867). (D. A. Sanborn. *Insurance Map of Boston*. Map. New York: 1867. Aus der Library of Congress, *Sanborn Map Collections*.)

© des Titels »Investieren wie Warren Buffett« von Yefei Lu (ISBN 978-3-95972-198-1)
2019 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

Das an die Kunden verkaufte Produkt war in aller Regel ein dicker Band mit Karten, der an die 20 Kilogramm wog und en détail das Bild einer bestimmten Stadt wiedergab. Neben den Ausgangskosten für dieses Werk berechnete Sanborn seinen Kunden noch eine Abonnementgebühr für die laufende Überarbeitung des Kartenmaterials, die sich für eine Stadt mittlerer Größe wie Omaha auf rund 100 US-Dollar im Jahr belief. Derart detaillierte Pläne wurden inzwischen zwar auch von anderen Verwendern genutzt, wie Versorgungsunternehmen, Hypothekenanstalten und Steuerbehörden, doch bekanntermaßen entfielen Sanborns Umsätze noch 1950 zu 95 Prozent auf einen Kernstamm von rund 30 Versicherungsgesellschaften.⁵

Alles in allem war Sanborn bis in die 1950er-Jahre hinein ein fantastisches Unternehmen. Es erbrachte einen unverzichtbaren Dienst für seine Kunden und erzielte im Gegenzug einen steten Strom rentabler und wiederkehrender Einnahmen. Pech für Sanborn: In den 1950er-Jahren wurde eine neue Technik entwickelt, welche seine Karten verdrängte. Statt Karten einzusetzen, um auf der Grundlage der Gebäude und ihres Umfelds Versicherungsrisiken zu ermitteln, konnten sich die Gesellschaften nunmehr auf algorithmische Berechnungen stützen, die auf Finanzinformationen, wie den Kosten für die Gebäude, beruhten. Diese Methodik wurde als »Carding« bezeichnet. Zum Leidwesen von Sanborn bedienten sich immer mehr Versicherer dieser Technik. 1958, als Buffett erstmals in Sanborn investierte, waren die Gewinnmargen schon mehrere Jahre drastisch rückläufig. Der Aktienkurs war von den 1938 erreichten 110 US-Dollar je Aktie auf rund 45 US-Dollar gefallen (um knapp 60 Prozent).⁶ Laut Buffetts Jahresbrief an die BPL-Anteilseigner war der Dow Industrial Index im selben Zeitraum von rund 120 auf circa 550 gestiegen (also um 360 Prozent).

Jemand, der zur selben Zeit wie Buffett daran dachte, in Sanborn Maps zu investieren, hätte vermutlich folgende Überlegungen angestellt: Sanborn war lange Zeit ein nahezu perfektes Unternehmen – als alleiniger Anbieter einer erfolgsentscheidenden Leistung mit hohen Kapitalrenditen. In den Jahren vor 1958 sah sich die Firma ernsthaft mit der Verdrängung durch neuere Technik konfrontiert, die ihr Kerngeschäft in der Feuerversicherungsbranche eindeutig und kräftig dezimiert hatte. Trotz seiner stolzen Vorgeschichte wäre das Unternehmen einem Analysten, der sich zu diesem Zeitpunkt erstmals dafür interessiert hätte, aus fundamentaler Sicht eher dürftig vorgekommen, da es

strukturbedingt im Abwärtstrend schien. Betrachtet man die genauen Zahlen (siehe Kasten unten) für die Sanborn Map Company (die 1959 in First Pelham Corporation umbenannt wurde) im originalen *Moody's Industrial Manual* von 1960, ist erkennbar, dass sowohl der Bruttogewinn als auch der Jahresüberschuss seit 1950 kontinuierlich zurückgegangen sind. Der Reingewinn war im Zeitraum von 1950 bis 1958 um rund 10 Prozent pro Jahr geschrumpft.

Ein Aspekt, hinsichtlich dessen eine sorgfältigere Analyse zu einem etwas anderen Schluss gekommen wäre und der Buffett zweifellos aufgefallen ist, war allerdings, dass es mit Sanborn Maps zwar abwärts ging, das Unternehmen aber keinesfalls schon am Ende war.

Ausgewählte Finanzdaten zur Sanborn Map Co. aus *Moody's Manual* für 1960 First Pelham Corp.

Geschichte: Am 8. Februar 1876 in New York als Sanborn Map and Publishing Co. gegründet. 1899 in Sanborn-Perris Map Co. und im Dezember 1901 in Sanborn Map Co. umbenannt. Der derzeitige Name wurde am 31. Dezember 1959 angenommen, siehe nachstehend »Umstrukturierung«.

Umstrukturierung – Namensänderung: von den Aktionären am 15. Dezember 1959 mit Wirkung zum 31. Dezember genehmigt. Im Zuge dessen wurde das Kartografiegeschäft auf ein neues New Yorker Unternehmen unter der Bezeichnung Sanborn Map Co. Inc. übertragen. Umfirmierung in First Pelham Corp. und Änderung des Gesellschaftsvertrags zur Erweiterung der Befugnisse und der Konzentration der Firma auf den Handel mit Aktien, Anleihen und Wertpapieren anderer Unternehmen. Infolgedessen befasste sich die Firma direkt nur mit der Verwaltung ihrer Beteiligungen, darunter 315.000 Stammaktien an der neuen Sanborn Map als Betriebsvermögen.

Tätigkeit: Seit 31. Dezember 1959 Investitionen in alle Arten von Wertpapieren. Eigentümer aller Aktien der Sanborn Map Co. Inc., die das bisherige Kartografiegeschäft und alle Anlagen betreibt.

Tochtergesellschaft: Die hundertprozentige Tochtergesellschaft Sanborn Map Co. Inc. erstellt und veröffentlicht Pläne kleinerer und größerer Städte im gesamten US-Staatsgebiet und verschiedener Territorien für die Brandversicherungs- und Immobilienbranche. Vertriebt ihre Produkte überwiegend