

BERKSHIRE MÁS ALLÁ DE WARREN BUFFETT

El duradero valor de los valores

LAWRENCE A. CUNNINGHAM

Prólogo de
LUIS TORRAS



Berkshire más allá de Warren Buffett

El duradero valor de los valores

LAWRENCE A. CUNNINGHAM

Traducción de Diego Sánchez de la Cruz



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Berkshire Beyond Buffett: The Enduring Value of Values*

© Lawrence A. Cunningham, 2014

Esta edición se ha publicado gracias a un acuerdo con Columbia University Press a través de International Editors and Yañez, Co.

© de la traducción, Diego Sánchez de la Cruz

Value School agradece especialmente la contribución de las siguientes personas a la edición de esta obra: Joaquín Aranzábal, Federico Castro-Rial Schuler, Carlos Galán, Rubén Pérez Martínez, Nicolás Albert, Manuel Pérez Segado, Miguel Ángel Martín Ollero y Rafael Rodríguez Cabrero.

© Centro de Libros PAPF, SLU., 2025

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de colección: Sylvia Sans Bassat

Primera edición: septiembre de 2025

Depósito legal: B. 11.891-2025

ISBN: 978-84-234-3942-3

Composición: Realización Planeta

Impresión y encuadernación: Rotoprint by Domingo, S. L.

Printed in Spain - Impreso en España

La lectura abre horizontes, iguala oportunidades y construye una sociedad mejor. La propiedad intelectual es clave en la creación de contenidos culturales porque sostiene el ecosistema de quienes escriben y de nuestras librerías. Al comprar este libro estarás contribuyendo a mantener dicho ecosistema vivo y en crecimiento.

En **Grupo Planeta** agradecemos que nos ayudes a apoyar así la autonomía creativa de autoras y autores para que puedan seguir desempeñando su labor. Dirígete a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesitas fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puedes contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Queda expresamente prohibida la utilización o reproducción de este libro o de cualquiera de sus partes con el propósito de entrenar o alimentar sistemas o tecnologías de inteligencia artificial.



Sumario

Prólogo de Luis Torras. Culturas empresariales exitosas.....	9
Prólogo	15
Prefacio.....	23
Introducción	29

PARTE I

1. Orígenes	43
2. Diversidad	63
3. Cultura	84

PARTE II

4. Austeridad y seriedad.....	95
5. Reputación.....	119
6. Pertenencia	141
7. Emprendedores.....	164
8. Gestión no intervencionista	196
9. Pericia inversora	222
10. Sencillez	253
11. Permanencia eterna	279

12. Unidad	295
13. La cartera de Berkshire	314

PARTE III

14. Sucesión	347
15. Retos	377
16. B • E • R • K • S • H • I • R • E	396
Epílogo	411
Agradecimientos	415
Apéndice	419
Bibliografía seleccionada	441

Orígenes

En 1956, con sólo 26 años, Warren Buffett formó Buffett Partnership Ltd., una firma de inversiones dirigida desde su ciudad natal, Omaha. Su filosofía consistía en encontrar empresas cuyo precio estuviera por debajo de su valor contable. Las oportunidades de acceder a este tipo de gangas eran comunes en aquel momento y generaban ganancias notables, aunque algunas de ellas fracasaron con el paso del tiempo porque carecían de ventajas competitivas duraderas. Una de esas empresas, de la cual Buffett tomó el control en 1965, fue Berkshire Hathaway, Inc.

En el momento de su adquisición, Berkshire Hathaway era una fábrica textil de Nueva Inglaterra. Era el producto de una fusión pactada en 1955 entre dos empresas cuyos orígenes se remontaban al siglo XIX: Berkshire Fine Spinning Associates, una amalgama de empresas textiles que echó a andar en 1929 e incluía en su seno a Berkshire Cotton Manufacturing Company, una compañía fundada en 1889, y Hathaway Manufacturing, creada en 1888. A través de la fusión de 1955, el control de Berkshire Hathaway estaba repartido entre dos familias, los Chace y los Stanton, que habían sido propietarias durante generaciones de sus respectivas empresas constituyentes.

Estas empresas de fabricación textil habían sido muy distinguidas, pero lidiaban con una feroz competencia, en gran parte

debido a sus menores costes laborales, circunstancia que tenía mucho que ver, en primer lugar, con los productores del sur de Estados Unidos y, después, con el auge de nuevos fabricantes radicados en el extranjero. Berkshire Hathaway sobrevivió reduciendo costes, cerrando fábricas y despidiendo a trabajadores. Los Stanton, especialmente los hermanos Otis y Seabury, discutían entre ellos y se enfrentaban con los Chace a la hora de determinar qué estrategia debían seguir, preguntándose, por ejemplo, cuánto debían reinvertir en un negocio que parecía ir en decadencia. La empresa estaba en Bolsa, pero sus títulos apenas se negociaban, de modo que las cotizaciones estaban infravaloradas y se movían entre un tercio y la mitad de su valor contable. En 1965, el valor contable era de 19,24 dólares por acción, lo que arrojaba una valoración de 22 millones de dólares para toda la empresa.

Buffett oyó hablar de Berkshire por primera vez una década antes, mientras trabajaba en la firma de inversión Graham-Newman a las órdenes de su mentor, Benjamin Graham. Buffett había adquirido una participación en Berkshire Hathaway en 1962 y los corredores de Bolsa le informaron sobre la posibilidad de comprar bloques más grandes de acciones a precios que se situaban por debajo de los 8 dólares por acción. Berkshire recompraba acciones periódicamente, de modo que Buffett calculó que podría comprar un bloque de esas acciones con descuento y venderlo a un precio más alto cuando la compañía volviera a recomprar. En un momento en que la acción se negociaba a menos de 10 dólares, Seabury Stanton le preguntó a qué precio vendería su bloque. Buffett dijo que lo haría a 11,50 dólares. Seabury buscó entonces que Buffett le prometiera vender si la empresa le hacía una oferta por esa cantidad, pedido que el de Omaha aceptó. Pensando que tenían un acuerdo, Buffett dejó de adquirir acciones. Sin embargo, tiempo después, la empresa le ofreció un precio de 11,38 dólares por sus títulos. Buffett pensó que lo estaban engañando.

Como respuesta a esta maniobra, Buffett dio un giro, compró más acciones y persuadió a Otis Stanton y, finalmente, a Seabury Stanton para que le vendieran más títulos de la compañía. Desde

ese momento, Buffett decidió familiarizarse mejor con su inversión. Visitó las fábricas de Berkshire, recorrió sus plantas de producción y entrevistó a los gerentes. Son ejercicios convencionales entre los compradores de negocios, pero Buffett rara vez repitió este tipo de acciones a lo largo de su carrera. Allí aprendió bastante sobre la fabricación textil y llegó a admirar el talento de su guía en aquellas visitas, el vicepresidente responsable de fabricación, Kenneth V. Chace (cuyo apellido es fruto de una mera coincidencia, puesto que no estaba relacionado familiarmente con los propietarios). Una vez que Buffett Partnership obtuvo una participación de control en el accionariado de Berkshire, los Stanton renunciaron a la dirección. Buffett fue elegido administrador y la junta nombró a Ken Chace como presidente.

La prensa local retrató la adquisición de Berkshire Hathaway por parte de Buffett como una operación hostil, alimentando rumores de que Buffett era un «artista» de las operaciones de adquisiciones que estaba preparado para acelerar la liquidación de aquella empresa en apuros. Buffett se horrorizó ante la perspectiva de acabar ganándose una reputación como ésa y se esforzó por evitar comportarse como tal. Sin embargo, la operativa textil de Berkshire siguió disminuyendo durante años, conforme las fuerzas de la globalización golpeaban al sector. Los productores rivales trasladaron la fabricación al extranjero, donde los costes laborales eran más bajos y la operativa exportadora resultaba barata gracias a contenedores intermodales cada vez más versátiles. Incluso tras un ajuste corporativo y las pérdidas que asumieron los accionistas, Berkshire se vio obligada a reducir gradualmente sus operaciones durante la década de 1970. Buffett cerró las fábricas definitivamente en 1985.

La adquisición de Berkshire fue una gran experiencia de aprendizaje para Buffett. Aprender qué no hacer es, a veces, la mejor lección posible. Desde entonces, estableció como política de Berkshire no participar en adquisiciones hostiles y se prometió que nunca liquidaría una empresa filial que hubiese adquirido para el conglomerado. Como regla, Berkshire sólo compraría empresas con gerentes de primer nivel al frente, para evitar tener que reorganizar los equipos de gestión. Sobre todo, Berkshire

quería centrarse en buscar negocios con valor económico a largo plazo. A cambio, estaba dispuesto a pagar un precio justo. La angustia de cerrar el negocio textil forjó el compromiso de Buffett con la permanencia. A mediados de la década de 1980, Berkshire se deshizo de otros negocios fallidos que Buffett Partnership había adquirido inicialmente, por ejemplo, las cadenas de grandes almacenes Diversified Retailing, Associated Retail Stores y Hochschild Kohn. Luego renunció a seguir haciéndolo.

Buffett dice que le habría ido mucho mejor si nunca hubiera oído hablar de Berkshire Hathaway. Pero las lecciones aprendidas de esa primera adquisición dejaron una huella imborrable en lo que la empresa llegó a ser con el paso del tiempo.

A pesar de que las operaciones textiles de Berkshire Hathaway continuaban deteriorándose después de 1965, Buffett estaba construyendo simultáneamente lo que se convertiría en una gran compañía de la industria de los seguros, una fortaleza en el campo de las inversiones y, quizá, el conglomerado más inusual de la historia. En 1967, Berkshire adquirió dos empresas de seguros con sede en Omaha: National Indemnity Company (NICO) y National Fire & Marine Insurance Company. Cerró la operación por un total de 8,5 millones de dólares.

Estas operaciones de seguros proporcionaron una fuente de capital, ya que los clientes pagan primas que la aseguradora retiene hasta que algunos de estos fondos deben ser desembolsados para cubrir reclamaciones y reembolsos. Como inversor, Buffett apreciaba esta fuente de capital, conocida como flotante. Durante las cinco décadas siguientes, Berkshire utilizó ese capital flotante de tres maneras: para reinvertir en esas mismas empresas de seguros y hacerlas crecer, para comprar participaciones minoritarias en compañías más grandes y para adquirir filiales bajo el modelo de propiedad total.

Durante la década de 1970, Berkshire utilizó gran parte del considerable capital flotante que NICO y sus otras aseguradoras habían generado para expandir la operativa de seguros de su incipiente conglomerado. Uno de estos movimientos incluyó la adquisición de una participación minoritaria en Government Employees Insurance Company (GEICO). Para fortalecer los recursos

de capital y ampliar el alcance de las pólizas, Berkshire formó o adquirió muchas otras empresas de seguros, todas ellas viables aún hoy en día.²³

Pero el interés de Buffett no se limitaba sólo a las empresas de seguros. Entre las primeras adquisiciones no relacionadas con seguros de Berkshire estuvo Sun Newspapers of Omaha, Inc., un grupo de semanarios locales adquiridos en 1969. Un residente de Omaha que, además, era amigo de la familia Buffett, Stanford Lipsey, dirigía la empresa. Aunque la compañía nunca fue significativa financieramente hablando, sí le aportó un prestigio adicional a Berkshire.²⁴ En 1973, Sun ganó un premio Pulitzer por una serie de reportajes sobre Boys Town, un orfanato ubicado a las afueras de Omaha e inmortalizado en la película del mismo nombre de 1938, protagonizada por Spencer Tracy, que interpretó el papel de su visionario fundador, el padre Edward J. Flanagan. El orfanato ocupaba un amplio campus escolar, gracias a interminables campañas de recaudación de fondos que apelaban tanto a la noble misión del centro como a la supuesta persistencia de una situación financiera precaria. En 1972, pues, muchos conocían su excelente programa social, pero pocos sabían que el patrimonio de la institución superaba los 200 millones de dólares.²⁵ El público descubrió esta verdad —así como distintos problemas de mala gestión— gracias al reportaje de investigación que publicó Sun Newspapers.

La industria periodística también estuvo entre las primeras inversiones en acciones cotizadas que acometió Berkshire. En 1973, la compañía adquirió una participación minoritaria en The Wash-

23. Entre estas empresas que siguen activas, se encontraban Columbia Insurance Company, Cornhusker Casualty Company, Continental Divide Insurance Company, Cypress Insurance Company, National Fire & Marine (NFM) Insurance Company of Kansas y Redwood Fire & Casualty Insurance Company.

24. Berkshire vendió este negocio en 1981 a Bruce Sagan. La operación se produjo años antes del cierre del negocio textil de Berkshire, que tuvo lugar en 1985 y a raíz del cual se cimentó una política de nunca vender filiales.

25. Alice Schroeder, *The snowball: Warren Buffett and the business of life*, Bantam, Estados Unidos, 2008, p. 359. (La cifra exacta que aporta el libro es de 209 millones de dólares.)

ington Post Company, una empresa controlada por la familia Graham que llevaba el nombre del periódico metropolitano que poseía. La matriarca de la familia, Katherine (*Kay*) Graham, sacó la empresa a Bolsa en 1971, vendiendo acciones de Clase B que estaban, en gran medida, en manos de sus empleados.

Aunque procedió a adquirir bloques de acciones en el mercado abierto, Buffett aseguró a Graham que respetaba las tradiciones familiares y la gestión de la compañía, y que no deseaba interferir en ninguna de ellas.²⁶ A lo largo de las décadas siguientes, los dos desarrollaron una relación que podría considerarse como modélica, merced a la combinación de la influencia de un perspicaz accionista con un administrador orientado a generar valor para los propietarios. Graham buscaba el consejo de Buffett, y él respaldaba sus decisiones.²⁷

Durante las primeras etapas de la década de 1970, Berkshire hizo otra gran inversión que, a la sazón, resultó definitoria para la cultura corporativa de la firma cuando adquirió la mayoría de las acciones de Blue Chip Stamps. La empresa tenía algo en común tanto con el negocio textil de Berkshire como con sus compañías de seguros: al igual que las aseguradoras, generaba capital flotante, y al igual que el negocio textil, estaba en declive.

Los cupones comerciales eran un dispositivo de marketing popular en las décadas de 1950 y 1960. Compañías como Sperry & Hutchinson (S&H), Green Stamps o la propia Blue Chip Stamps vendían cupones a minoristas. Estaciones de servicio o tiendas de comestibles los distribuían a sus clientes en proporción a las ventas que realizaban. Los clientes canjeaban los cupones acumulados por una selección de bienes de consumo, como cafeteras y tostadoras. Las empresas de cupones obtenían efectivo de los minoristas por adelantado, pero no incurrían en el pago de los costes de los premios obtenidos hasta el momento del canje, creando así capital flotante que se podía invertir.

26. *Ibidem*.

27. Katharine Graham, *Personal history*, Vintage, Estados Unidos, 1998, pp. 511-515 y 530-537; Deborah A. DeMott, «Agency principles and large block shareholders», *Carlozo Law Review*, 19 (1997), pp. 321-340.

Un grupo de minoristas de California formó Blue Chip como una alternativa a S&H y, con el tiempo, monopolizó el mercado en dicho territorio de la Costa Oeste. Sus rivales, incluido S&H, demandaron a Blue Chip por daños y perjuicios. El gobierno exigió a la compañía vender gran parte de su propiedad a partes no relacionadas, lo que hizo que Buffett pudiese beneficiarse de una oportunidad de inversión que también aprovecharon muchos otros, como, por ejemplo, el gerente de una sociedad de inversión de California, Charles T. (*Charlie*) Munger, un polímata que en 1962 también cofundó un bufete de abogados con sede en Los Ángeles (el hoy prominente Munger, Tolles & Olson).²⁸ A través de Berkshire y de otros vehículos, Buffett se convirtió en el mayor accionista de Blue Chip; el segundo era la sociedad de Munger.²⁹

En virtud de sus respectivas inversiones en Blue Chip, Buffett y Munger se convirtieron en socios de negocios y comenzaron una amistad que ha durado hasta que este último murió. Munger, nativo de Omaha, vivía entonces en Pasadena, California. Contribuyó a la cultura de Berkshire desde el principio. Animó a Buffett a adoptar una visión a largo plazo de las oportunidades de negocio, en lugar del enfoque de «caza de gangas» que Buffett había practicado al inicio de su carrera. Le transmitió que era mejor comprar un buen negocio a un precio justo que un negocio regular a un buen precio. Además, Munger implantó en Buffett un enfoque más cualitativo hacia la inversión, al considerar no sólo el análisis estadístico del balance o las ganancias, sino también factores intangibles, como el espíritu emprendedor, la integridad y la reputación.

Las rentabilidades de las inversiones en Blue Chip fueron razonables en los primeros años, una vez que se resolvieron las demandas. Por un tiempo, la compañía continuó generando un mo-

28. El nombre de la empresa evolucionó a medida que cambiaban los socios. La secuencia fue más o menos como sigue: Munger, Tolles & Hills (1962-1966); Munger, Tolles, Hills & Rickershauser (1966-1975); Munger, Tolles & Rickershauser (1975-1986), y Munger, Tolles & Olson (desde 1986).

29. Janet Lowe, *Damn right! Behind the scenes with Berkshire Hathaway billionaire Charlie Munger*, Wiley, Estados Unidos, 2000, pp. 112-113.

desto flotante.³⁰ Sin embargo, su modelo de negocio se desvaneció a medida que cambiaron los gustos de los consumidores y el entorno económico. La gente perdió interés en reunir y canjear cupones,³¹ mientras que la inflación descontrolada y los precios de la gasolina impulsaron a los minoristas a centrarse en bajar los precios, en lugar de en obtener beneficios que salían caros.³² Finalmente, el negocio de Blue Chip se extinguió a medida que los minoristas dejaron de comprar cupones, aunque la empresa siguió funcionando durante décadas para permitir que los clientes canjearan los que aún estaban en circulación. Berkshire integró Blue Chip en su familia corporativa mediante una fusión y se convirtió en una reliquia de la historia estadounidense y de Berkshire. Pero mientras siguió operando, Blue Chip desempeñó un papel en un trío de adquisiciones que sentaron las bases de la cultura de Berkshire: See's Candies, Wesco Financial y *The Buffalo News*.

En 1971, un ejecutivo de Blue Chip Stamps, William Ramsey, llamó a Buffett para hablarle de una potencial adquisición: See's Candies.³³ Buffett le dijo a Ramsey que llamara a Munger, quien estaba entusiasmado con la posibilidad de comprar una empresa de dulces de marca con clientes leales repartidos por todo el estado de California.

Aquel negocio familiar de tercera generación se remontaba a 1921, año en que Charles A. See se mudó del norte de Canadá al sur de California en busca de una vida mejor.³⁴ Un incendio había destruido su negocio de farmacia y su experiencia como ven-

30. Schroeder, *The snowball...*, op. cit., p. 331.

31. Ibidem, p. 318 y p. 319.

32. Ibidem, pp. 344-345.

33. Ibidem, p. 345; Lowe, *Damn right!...*, op. cit., pp. 126-127.

34. Los hechos históricos relativos a See's pueden consultarse en: *International directory of company histories*, St. James, Estados Unidos, 2000, vol. 30 (en Adelante citado como *IDCH*, See's). Ver también la web corporativa de See's: <<http://www.sees.com>>. Ver además: Margaret Moos Pick, *See's old time candies*, Chronicle Books, Estados Unidos, 2005.

dedor de chocolate lo convenció de intentar dedicarse al negocio de los dulces. Con su madre, Mary, su esposa, Florence, y sus dos hijos pequeños, se estableció en Los Ángeles y se hizo amigo de un empresario local, James W. Reed. Juntos, el grupo lanzó See's Candies, Inc. en 1922.

La tienda, diseñada para parecerse a la cocina del hogar de Mary See, producía y vendía bombones en cajas; muchos de los dulces los hacía utilizando las recetas secretas de Mary, con ingredientes frescos y de alta calidad. El rostro de Mary, con gafas, cabello plateado y aspecto de abuela, se convirtió en la imagen de la empresa. El logotipo de la compañía presenta la sonrisa maternal de Mary See en el centro de un diseño simple, en blanco y negro, transmitiendo la sensación de calidad casera y tradicional que Charles favorecía. Las entregas a domicilio llegaban en motocicletas Harley-Davidson con sidecar, que también llevaban integrado el logotipo de la empresa. Otra de sus innovaciones de marketing consistía en ofrecer dulces a granel a iglesias, clubes y otros grupos. Tales ventas se hacían con grandes descuentos para que dichas instituciones pudiesen revender los dulces y usarlos para sus operaciones de recaudación de fondos. Mary See falleció en 1939, a los 85 años, pero su espíritu y el de la empresa perduraron.

Para entonces, la compañía tenía una docena de tiendas y una planta de producción en Los Ángeles. La firma se expandió también a San Francisco, donde abrió nueve tiendas más, así como otra planta. El hijo de Charles, Laurance, se unió al negocio durante este período, y cuando Charles falleció en 1949, Laurance asumió la presidencia.

La década de 1950 fue la era de la suburbanización en Estados Unidos y Laurance lideró la apertura de See's Candies en los nuevos centros comerciales que estaban surgiendo por toda California. Llegado el año 1960, la cadena contaba con 124 tiendas. Durante la década de 1960, See's se expandió a Arizona, Oregón y Washington, y creció hasta alcanzar 150 locales. Con unos beneficios sólidos, superó a sus competidores locales y rivalizó con marcas nacionales como Hershey, Russell Stover y otras.

En 1969, Laurance murió. Su hermano menor, Harry, accionista y director, debía sucederlo, pero Harry se mostró indeciso

en el momento de tomar la decisión, puesto que también administraba un viñedo en otra parte del estado. A regañadientes, la familia See, que poseía el 67 por ciento de las acciones, decidió traspasarlas. En un paso que más tarde se ha considerado peculiar, habida cuenta del tipo de operativa que ha venido realizando Berkshire Hathaway, Buffett y Munger se desplazaron a la fábrica de Los Ángeles y la visitaron en 1969.³⁵

La familia See pidió 30 millones de dólares por su negocio (técnicamente, pidieron 40 millones, pero la empresa tenía asimismo más de 10 millones en efectivo). Sin embargo, Buffett comprobó que los ingresos antes de impuestos eran de apenas 4 millones de dólares y halló asimismo que el balance mostraba activos netos de sólo 7 millones. Aún no estaba habituado a pagar una prima que reconociese los valores intangibles de las firmas que adquiriría.³⁶ Sin embargo, Munger convenció a Buffett de los aspectos cualitativos del negocio, y juntos decidieron que podían hacer una oferta mejor, de 25 millones de dólares. La familia See aceptó. Años más tarde, Buffett afirmó que su propuesta fue demasiado baja, lo que atribuyó a su ignorancia respecto al valor de las franquicias.³⁷

Pero ¿por qué aceptó la familia See, con tres generaciones de experiencia a la cabeza de su franquicia, una oferta a la baja? La autonomía no es una razón probable, ya que la familia See ya no iba a estar en la gestión. Sin embargo, Buffett y Munger eligieron

35. Schroeder, *The snowball...*, op. cit., p. 345.

36. William N. Thorndike Jr., *The outsiders: Eight unconventional CEOs and their radically rational blueprint for success*, Harvard Business Review Press, Estados Unidos, 2012, p. 174.

37. Berkshire Hathaway, Inc., *1991 Annual Report*, 28 de febrero de 1992, «Carta del presidente»: «El precio nominal que pedían los vendedores, calculado sobre el cien por cien de la propiedad que finalmente conseguimos, era de 40 millones de dólares. Sin embargo, la empresa tenía un exceso de liquidez de 10 millones, por lo que el precio real de la oferta era de 30 millones. Charlie y yo, que aún no apreciábamos plenamente el valor de poseer una franquicia económica, nos fijamos en los 7 millones de dólares de patrimonio neto tangible de la empresa y dijimos que 25 millones era lo más alto que podíamos llegar (y lo decíamos en serio). Afortunadamente, los vendedores aceptaron nuestra oferta».

personalmente al nuevo presidente de la empresa, Charles N. Huggins, y todos entendieron que el nuevo responsable de la firma, que había estado en See's desde 1951 (y continuó hasta 2005), debía preservar las tradiciones de See's y no dedicarse a transformar la empresa. En efecto, acometió pocos cambios, ya que la compañía siguió operando de la misma manera que lo había hecho durante los 50 años anteriores: dulces y bombones caseros producidos y vendidos de manera tradicional. La permanencia —parece, al menos en retrospectiva— fue parte del intercambio. A mediados de la década de 1990, See's vendía más cajas de bombones que cualquier otra empresa, excepto Russell Stover.³⁸ Hoy en día, genera 80 millones de dólares anuales.³⁹

Si en la adquisición de See's vimos que Buffett pagó un precio por debajo del valor, en la segunda adquisición del trío de empresas que dio forma a la cultura de Berkshire ocurrió lo contrario. En 1972 y 1973, Blue Chip adquirió el 8 por ciento de Wesco Financial Corporation, una empresa en la que previamente había invertido la sociedad de Munger. Con sede en Pasadena, Wesco fue fundada por la familia Casper. Su principal negocio era una mutua de crédito y ahorro que se volcaba en atender a veteranos del ejército y prosperaba gracias a su compromiso con la reducción de costes. En 1973, la dirección de Wesco propuso fusionar a la empresa con la Financial Corporation of Santa Barbara (FCSB), entregando las correspondientes acciones de FCSB a los accionistas de Wesco, que no estaban de acuerdo con la ponderación de esas acciones que iban a recibir como pago. Buffett y Munger creían que las acciones de Wesco estaban infravaloradas y las de FCSB sobrevaloradas. Por lo tanto, se opusieron a la fusión.

Munger propuso comprar suficientes acciones de Wesco para bloquear el acuerdo, mientras que Buffett pensó que sim-

38. *IDCH*, See's.

39. David Kass, en referencia a Warren Buffett, «Warren Buffett's meeting with University of Maryland MBA students — November 15, 2013», *Dr. David Kass: Commentary on Warren Buffett and Berkshire Hathaway*, 8 de diciembre de 2013.

plemente deberían aceptar que esa inversión les había generado pérdidas. En lugar de hacer cualquiera de esas dos cosas, Munger acabó persuadiendo al director ejecutivo de Wesco, Louis R. Vincenti, para que abortara la fusión. Munger indicó que Blue Chip estaría interesada en adquirir Wesco, pero Vincenti le señaló que la decisión dependía de los accionistas de Wesco, no de él. Entonces, Buffett se reunió con Elizabeth (*Betty*) Casper Peters, una de las principales accionistas de la empresa que, además, era la líder del bloque accionarial que estaba en manos de su familia. Le explicó los beneficios potenciales de ser propiedad de Blue Chip, incluidos los intangibles. Subrayó especialmente la orientación compartida como copropietarios. Peters, que estaba por la labor de ver cómo el negocio familiar seguía creciendo, apoyó la decisión de cancelar la fusión.

La fusión no se llevó a cabo, y el precio de las acciones de Wesco cayó, como suele ocurrir en tal escenario, pasando de un máximo de 18 dólares a un mínimo de 11. Blue Chip podría haber comenzado a adquirir acciones por ese precio tan bajo, causado por la caída de valoración tras la cancelación de la fusión. Aunque querían adquirir Wesco, creyeron que no sería justo pagar un precio tan bajo después de que su interferencia en la fusión provocara tal caída, así que ordenaron a sus corredores que adquiriesen las acciones a precios de hasta 17 dólares y, posteriormente, hicieron una oferta formal de compra valorada en 15 dólares. Blue Chip finalmente adquirió el control mayoritario de Wesco, y Munger convenció a Louis R. Vincenti, que como vimos era el director ejecutivo de Wesco, para que se quedara.

Las personas que seguían la operación de adquisición estaban desconcertadas. ¿Por qué Blue Chip pagó un precio más alto del necesario? La Comisión de Bolsa y Valores (SEC) abrió una investigación.⁴⁰ Aparentemente, lo hizo a instancias de la FCSB.⁴¹ Las autoridades sospechaban que pagar más que el valor de mercado indicaba que Blue Chip había manipulado ilegalmente el precio de las acciones de Wesco o violado las leyes que

40. Ver: «In the matter of Blue Chip Stamps et al.», SEC File n.º HO-784.

41. Schroeder, *The snowball...*, *op. cit.*, p. 408, nota 23.

regulan las ofertas públicas de adquisición de acciones. Los investigadores estaban perplejos, ya que creían que los empresarios racionales siempre pagan el precio más bajo posible, de igual manera que cobran el precio más alto posible. En parte, la curiosidad se despertó también por la ambigua relación entre Buffett y Munger, y por la confusa y compleja estructura de los diversos negocios en los que ambos se habían involucrado.

A la gente le costaba entender algo que Buffett y Munger se pasaron un año explicando: pagaron un precio más alto para demostrar integridad. De hecho, esa prima tenía un valor económico, porque la integridad es una ventaja reputacional que los demás operadores podrían ponderar de cara a transacciones futuras. Buffett y Munger enfatizaron tanto el valor inmediato de ganarse el respeto de Louis R. Vincenti como de impulsar el valor a largo plazo de la «reputación general de los negocios de Blue Chip».⁴² Finalmente, las autoridades aceptaron las explicaciones.⁴³ Blue Chip pudo adquirir el 80 por ciento de Wesco y la compañía sigue formando parte de Berkshire, hasta el punto de que la totalidad de su accionariado está en manos de la compañía de Buffett desde el año 2011.⁴⁴

La tercera de las adquisiciones tempranas y definitivas de Buffett (y Munger) agregó otra motivación no convencional que caracterizaría desde entonces el enfoque empresarial de Berkshire. Se trató de la compra de *The Buffalo Evening News*. Desde 1881, el *News* ayudó a construir la tradición de los perió-

42. *Ibidem*, p. 410.

43. *Complaint, Securities and Exchange Commission v. Blue Chip Stamps*, n.º 76-1009 (Corte de Apelaciones del Distrito de Columbia, 9 de junio de 1976).

44. Blue Chip adquirió el 80 por ciento de Wesco. El resto de la capitalización cotizaba en Bolsa y la empresa estaba presidida por Munger. Berkshire se hizo con el 80 por ciento de la compañía en 1983. Posteriormente, en 2011, Wesco se fusionó con Berkshire, que pagó unos 550 millones de dólares en una combinación de efectivo y acciones a cambio del 20 por ciento de las acciones restantes. Berkshire Hathaway, «Berkshire Hathaway Inc. to acquire outstanding common stock of Wesco Financial Corporation not presently owned», comunicado de prensa enviado el 7 de febrero de 2011.

dicos, moldeando el debate cívico estadounidense. El crédito de haber logrado tal cosa corresponde ante todo a Edward H. Butler Sr., el fundador del periódico.⁴⁵ Una biografía describe a Butler como «una figura emblemática de los nuevos periodistas de finales del siglo XIX que construyeron la prensa moderna a base de arrancar el discurso cívico de sus raíces partidistas estrechas y esculpir nuevos roles vitales para los periódicos en el ámbito cultural, social, económico y político».⁴⁶ Tras la muerte de Butler en 1913, su hijo, Edward Jr., dedicó su vida a dirigir el negocio de acuerdo con los principios de su padre. Después de su muerte, en 1956, su esposa, Kate Butler, asumió el mando.⁴⁷

Los asesores alentaron durante mucho tiempo a Kate Butler a minimizar los impuestos que debería pagar la compañía tras su fallecimiento a base de transferir activos en vida.⁴⁸ Le dijeron que no hacerlo podría requerir una «venta apresurada» del periódico para poder hacer frente a los pagos tributarios pertinentes. Kate murió en agosto de 1974 sin haber seguido su consejo. Como resultado, sus albaceas pusieron el periódico a la venta. En diciembre de 1976, los herederos ofrecieron el periódico a The Washington Post Company, en cuya junta directiva estaba Buffett.⁴⁹ Éste le dijo a Kay Graham que, si el *Post* no deseaba comprar el *News*, él podía hacerlo. Después de que el *Post* declinara la oportunidad, Buffett y Munger se interesaron por la operación.

En aquel momento, Búfalo poseía dos periódicos: el *News* y el *Buffalo Courier-Express*. El *News* tenía más ingresos publicitarios que el *Courier*, y su circulación en días laborables era ma-

45. «Obituary of Edward H. Butler Sr.», *The New York Times*, 10 de marzo de 1914.

46. Michael Dillon, *The life and times of Edward H. Butler, founder of The Buffalo News (1850-1914): A crusading journalist navigates the Gilded Age*, Mellen Studies in Journalism, serie 5, Edwin Mellen, Estados Unidos, 2003.

47. Murray B. Light, *From Butler to Buffett: The story behind The Buffalo News*, Prometheus, Estados Unidos, 2004, p. 105 y p. 133.

48. *Ibidem*, p. 195.

49. *Ibidem*, pp. 196-197.

yor. Sin embargo, el fin de semana era cosa del *Courier*, mientras que el *News* no había publicado un periódico dominical desde la década de 1920. En su lugar, el *News* publicaba los sábados por la tarde una edición de «fin de semana», que era una versión más ligera de lo que los periódicos de todo el país solían editar los domingos, con secciones de arte, cómics, páginas de opinión y una guía de televisión. Buffett había comprobado en sus análisis periódicos de la industria de la prensa escrita que, en la mayoría de las ciudades, el periódico que ocupaba el segundo lugar en términos de difusión estaba condenado a desaparecer. Previó que la tendencia continuaría, percibió que tenía una buena oportunidad con el *News* y, sin hacer ni siquiera la diligencia debida, acordó adquirirlo a los custodios de la herencia de Butler por un precio negociado de 35,5 millones de dólares.⁵⁰

Buffett y el editor gerente del periódico, Murray B. Light, se pusieron a trabajar rápidamente en el frente competitivo. El *News* reconfiguró su edición de fin de semana, cambió el lanzamiento de dicha publicación a la mañana del domingo y comenzó otra los sábados por la mañana con un contenido comparable al del periódico de entre semana. Antes del cambio, el periódico lanzó una promoción: ofrecía a los clientes cinco semanas del nuevo programa al precio anterior, de modo que, en efecto, se estaba regalando el nuevo periódico dominical a los lectores adheridos a la oferta. Con estos clientes comprometidos para las cinco semanas que duraba la promoción, la empresa aumentó los ingresos publicitarios a base de garantizar a los anunciantes el aumento de su impacto, al tomar en cuenta la circulación dominical que se iba a producir en ese período de arranque.

Dos semanas antes de la fecha de lanzamiento, el *Courier*, al darse cuenta de que esta empresa representaba una amenaza competitiva, demandó al *News*, alegando un intento ilegal de monopolizar el mercado local de periódicos. Alegó que el programa de regalos del *News* no escondía más que la depredadora in-

50. *Ibidem*, p. 197.

tención de arruinar al *Courier*. En campañas publicitarias para ganarse a los lectores locales, el *Courier* retrató a Buffett como un monopolista dispuesto a liquidar su periódico y acabar con la situación que vivía Búfalo, una ciudad en la que los lectores podían elegir entre dos diarios. Ya en pleno proceso judicial, los abogados del *Courier* criticaron a Buffett alegando que nunca visitó la redacción del periódico que había adquirido y alegaron que ni siquiera había contratado consultores de adquisiciones para evaluar la operación de compra del *News*.

El juez federal de primera instancia, Charles Brieant, se mostró de acuerdo con el *Courier*. Sugirió que un máximo de dos periódicos gratuitos hubiera sido válido. Después caricaturizó el caso y a las distintas personalidades involucradas, dibujando a Buffett como una suerte de invasor externo y acusándolo de usar «trucos y dispositivos anticompetitivos».⁵¹ Brieant reforzó su opinión de Buffett como la de un monopolista depredador citando el hecho de que no había realizado ninguna diligencia debida para cerrar la transacción. Sin embargo, el tribunal de apelaciones, encabezado por Henry Friendly, desestimó la sentencia de Brieant al considerarla legal y fácticamente defectuosa.⁵² Con todo, la demanda tardó dos años en resolverse e implicó millones de dólares dedicados al pago de honorarios legales, retrasando asimismo el lanzamiento del nuevo periódico dominical del *News*.

Para ayudar a lidiar con la crisis, Buffett persuadió a Stan Lipsey, quien había vendido los *Sun Newspapers* a Berkshire, para que supervisara el *News*. Lipsey descubrió que el periódico estaba en excelente forma en términos editoriales, pero en una situación financiera mucho más pobre. Construyó el nuevo proyecto basándose en sus fortalezas y, después de sufrir pérdidas durante varios años, hizo rentable el periódico en 1980. Eclipsó así al *Courier*, que acabó desapareciendo. Lipsey permaneció al mando hasta 2012, anclando a *The Buffalo News* (como pasó a

51. Buffalo Courier-Express, Inc. v. Buffalo Evening News, Inc., 441 F. Supp. 628 (W.D.N.Y. 1977).

52. Buffalo Courier-Express, Inc. v. Buffalo Evening News, Inc., 601 F.2d 48 (2d Cir. 1979) (Friendly, J.).

llamarse la cabecera) mientras Berkshire adquiriría decenas de periódicos locales ese año y el siguiente. De dichas compras, destaca la adquisición del *Omaha World-Herald*.⁵³

Durante las batallas por el control corporativo que se libraron durante la década de 1980, muchas empresas colocaban bloques de acciones en manos amistosas como medida defensiva. En varias ocasiones, Berkshire desempeñó ese papel de amigo, de *white knight* o «caballero blanco» (o de «escudero blanco», dependiendo de si compraba una participación minoritaria o de control). Una de esas compañías fue Salomon Brothers, Inc., la firma de banca de inversión.

En 1987, el mayor accionista de Salomon, Minorco, se oponía a la reciente expansión de la entidad y percibía un desacuerdo entre los altos directivos de la empresa sobre su estrategia empresarial.⁵⁴ Insatisfecho con la respuesta de la dirección, Minorco comenzó a discutir la venta de su bloque del 12 por ciento a Ronald O. Perelman, un empresario que había tomado el control de Revlon, Inc., el gigante de los cosméticos, a través de una OPA hostil. Los ejecutivos de Salomon, liderados por John Gutfreund, temían que su empresa fuera el próximo objetivo de Perelman.

Entre muchas medidas defensivas, incluida la recompra del bloque de acciones de Minorco, Gutfreund solicitó a Berkshire que actuase como una suerte de «escudero blanco». Buffett dictó términos favorables: una acción preferente al 9 por ciento que Berkshire podría convertir en acciones comunes o que Salomon podría redimir en quintas partes anualmente, desde 1995 hasta 1999. A cambio, las preferentes no podían venderse como un bloque a ningún otro operador y, además, antes de hacer cual-

53. Berkshire Hathaway Inc., *2012 Annual Report*, «Carta del presidente», p. 3.

54. Minorco era el acrónimo de Mineral and Resources Corporation, un brazo inversor con sede en Luxemburgo de la Anglo American Corporation of South Africa de Harry Oppenheimer y de la firma De Beers Consolidated Mines Ltd.

quier venta, Berkshire debía ofrecer estas participaciones a Salomon para su recompra. Berkshire también acordó no adquirir más del 20 por ciento de las acciones de Salomon durante al menos siete años.⁵⁵

La importancia que tuvo esta inversión para la cultura empresarial de Berkshire cristalizó cuatro años después, cuando Salomon se vio envuelta en un escándalo relacionado con intentos ilegales de algunos empleados que pretendían acaparar el mercado de bonos. Los reguladores y la fiscalía estaban pensando en acusar a Salomon, un paso grave contra cualquier empresa, lo que destruiría la posición de la firma. Aquel estigma alimentaría la deserción de clientes y empleados, una fuga que podría significar el fin de Salomon. Para evitar ese destino, la junta de la compañía limpió la casa y pidió a Buffett que ejerciera como presidente interino.

En una entrevista concedida a la prensa en mayo de 1991, Buffett anunció de manera improvisada una directriz para el personal de Salomon que se incrustaría en el ADN de Berkshire: no hagas nada que te pueda avergonzar cuando un reportero, seguramente hostil pero suficientemente inteligente para hacer su trabajo, lo publique en la primera plana de un periódico. Repitió esa advertencia en su testimonio ante el Congreso y la reiteró regularmente desde entonces a los directores ejecutivos de las empresas propiedad de Berkshire.⁵⁶

Buffett se comprometió conscientemente a cambiar la cultura corporativa de Salomon. Tenía la reputación de operar dentro

55. Para más información sobre las acciones preferentes de Salomon, ver: Schroeder, *The snowball...*, op. cit., p. 541 y pp. 901-902, notas 73 y 81.

56. Warren E. Buffett, ante el Subcomité de Telecomunicaciones y Finanzas del Comité de Comercio y Energía de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, en sesión celebrada en 1991. Declaraciones recogidas en la edición del 1 de mayo de 2010 del *The Wall Street Journal*. Buffett escribe en una misiva bienal a los ejecutivos de Berkshire: «Asegurémonos de que todo lo que hacemos en los negocios puede aparecer en la portada de un periódico nacional, en un artículo escrito por un reportero hostil pero inteligente». Citado por Robert P. Miles, *The Warren Buffett CEO: Secrets from the Berkshire Hathaway managers*, Wiley, Estados Unidos, 2003, pp. 357-358.

de la ley, pero llevando las cosas al límite. Él siempre promovía la necesidad de actuar correctamente y moverse siempre dentro de los márgenes de la rectitud. Además de predicar, estableció un nuevo tono al nombrar a altos directivos que seleccionó personalmente, incluidos Deryck Maughan, un reputado directivo de banca; Robert E. Denham, un distinguido abogado corporativo que entonces era socio gerente de Munger, Tolles & Olson, y Robert H. Mundheim, un eminente profesor de Derecho Mercantil que además era decano de la Facultad de Derecho de la Universidad de Pensilvania. La cultura que imaginaba para la nueva Salomon tenía un rasgo clave que se encuentra en todas las filiales de Berkshire hoy en día: la inversión en reputación e integridad. En el caso de Salomon Brothers, Buffett ofreció una lección sobre el valor de los valores, enfatizando la afinidad entre la ética y las ganancias.

En sus primeras adquisiciones, Buffett y Munger comenzaron una relación que duraría toda la vida y forjaron principios que contribuyeron a definir la cultura de Berkshire. Sus acuerdos demostraron la diferencia entre el precio, lo que se paga, y el valor, lo que se intercambia. Pagaron de menos por See's, pero lo compensaron con la permanencia de la empresa, y pagaron de más por Wesco, pero lo hicieron en nombre de la integridad. Los primeros acuerdos mostraron la disposición a acometer acciones no convencionales, a pesar de los costes que esto pudiese conllevar. Fueron sospechosos de haber cometido irregularidades al pagar de más por Wesco y también estuvieron en el punto de mira de la justicia por ignorar los procesos de diligencia debida en el caso del *The Buffalo News*. En la misma línea, el papel de Buffett en Salomon Brothers subrayó la importancia de la integridad en la cultura de Berkshire.

La investigación de la SEC tras el caso de Wesco aportó otra importante lección para consolidar la cultura de Berkshire, al recalcar la fortaleza de la simplificación. Buffett y Munger aclararon su relación y simplificaron la estructura corporativa de sus distintas operaciones. Consolidaron las empresas que habían ad-

quirido bajo el paraguas de Berkshire, que se convirtió en la entidad corporativa principal bajo la que canalizaron sus negocios. Nombraron a Buffett presidente y director ejecutivo, y a Munger, vicepresidente. En última instancia, Buffett llegó a personificar a Berkshire, liderando las adquisiciones y dando forma a la cultura, mientras que Munger desempeñó más bien el papel propio de un *consigliere* delfínico. Al explicar sus roles en 1999, tras décadas compartiendo su proyecto empresarial, Buffett dijo lo siguiente: «La amplitud de los intereses de Charlie es mayor que la mía. No tiene la misma intensidad por Berkshire que yo. No es su bebé».⁵⁷ Munger estuvo de acuerdo: «Todo el amor propio de Warren está volcado en Berkshire».

57. Anthony Bianco, «The Warren Buffett you don't know», *Bloomberg Businessweek*, 5 de julio de 1999, p. 54.